

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta

Jan Eisenreich

# **ZPŮSOBY PRÁVNÍ ÚPRAVY HEDGEOVÝCH FONDŮ**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb

Katedra: Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): Červen 2013

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne.....

Podpis

# Obsah

Obsah	0
Úvod	1
1 Definice pojmu hedgeový fond	2
1.1 Investiční filosofie	2
1.2 Přístup k riziku	3
1.3 Management volatility	4
1.4 Struktura investic a investiční strategie	5
1.5 Právní úprava hedgeových fondů a jejich vlastnická struktura	7
1.6 Shrnutí	9
2 Historie hedgeových fondů	11
2.1 Počátky v 50. letech	11
2.2 Jonesovi následovníci	14
2.3 Futures fondy	16
2.4 Rozvoj strategií	17
2.5 Přelom tisíciletí	18
2.6 Zhodnocení	19
3 Strategie hedgeových fondů	21
3.1 Základní dělení	22
3.2 Shrnutí strategií	25
4 Právní úprava hedgeových fondů v právních rádech jednotlivých zemí	26
4.1 Spojené státy americké	26
4.1.1 Korporace dle podkapitoly C, nebo S	26
4.1.2 Investiční společnost	27
4.1.3 Limited Partnership	27
4.1.4 Limited Liability Company (LLC)	28
4.1.5 Místo registrace fondu	28
4.1.6 Vnitřní fungování fondu a důvody pro domicilaci	29
4.1.7 Feeder Funds	31
4.1.8 Private placement memorandum	32
4.2 Offshoreové fondy	32
4.2.1 Organizace a struktura offshoreového fondu	33
4.3 Regulace hedgeových fondů v USA	34
4.3.1 The Securities Act	35
4.3.2 The Securities Exchange Act	36
4.3.3 The Investment Company Act	36
4.3.4 The Investment Advisers Act	37
4.3.5 Změny tohoto stavu	38
4.3.6 Goldstein vs. SEC	39
4.3.7 Best practices report	39
4.3.8 Dodd-Frank Act	40
4.3.8.1 Registrace	40
4.3.8.2 Povinnosti ohlašovací a informačního charakteru	42
4.3.9 Regulační orgány	43
4.3.10 Problémy	44
4.4 Právní úprava hedgeových fondů v Evropské Unii	45
4.4.1 Struktura hedgeových fondů	46

4.4.1.1 Manažer Hedgeového fondu	46
4.4.1.2 Hedgeový fond	46
4.4.1.3 Hlavní makléř (Prime Broker)	47
4.4.1.4 Další subjekty	47
4.4.2 Hedgeové fondy v legislativním rámci Evropské Unie	48
4.4.2.1 UCITS	48
4.4.2.2 Klasické hedgeové fondy	52
4.4.2.3 AIFM	55
4.4.2.4 Důsledky plynoucí pro hedgeové fondy z AIFMD	61
4.5 Právní úprava hedgeových fondů v jednotlivých evropských zemích	62
4.5.1 Velká Británie	63
4.5.2 Spolková republika Německo	65
4.5.3 Irsko	67
4.5.3.1 Qualifying Investor Fund (QIF)	68
4.6 Hedgeové fondy v právním řádu České republiky	70
4.6.1 Situace de lege lata	70
4.6.2 Právní úprava de lege ferenda	71
4.7 Singapur	75
Závěr	77
Seznam zkratk	79
Použitá literatura a zdroje	80
Abstract	83

# Úvod

Hedgeové fondy se stávají stále významnějšími hráči na finančním trhu, avšak představy, jež o nich panují jsou velmi zkreslené a proto dochází k častému volání po jejich regulaci, které bývá málokdy podloženo fakty. Ve své práci se budu zabývat pojmem hedgeový fond a významy, jichž může tento pojem nabývat. Dále okrajově historii a strategiemi hedgeových fondů a především právní úpravou hedgeových fondů v právních řádech jednotlivých zemí.

V následujících kapitolách proberu právní úpravu hedgeových fondů v USA, Evropské unii, jakož i některých jejích členských státech a v dalších jurisdikcích. Budu se snažit upozornit na to, co je pro úpravu hedgeových fondů ve všech právních řádech společné a jaké jsou naopak nejvýznamnější rozdíly. Také se budu snažit objasnit, jaké faktory vedou k oblíbenosti jednotlivých jurisdikcí, jakých změn dostala právní úprava hedgeových fondů v posledních letech a jaké důvody k tomu vedly.

Práce by se též měla pokusit najít odpověď na otázku, zda a do jaké míry je regulace hedgeových fondů potřebná.

Při psaní této práce jsem vycházel ze zdrojů dostupných na stránkách Evropské unie, z informací od státních (Ministerstvo financí) i mezinárodních (AIMA, IOSCO) organizací a především z publikací, jež se nalézaly v knihovně právnické fakulty University of Miami, kde jsem měl tu možnost účastnit se studijního pobytu na základě meziuniverzitní dohody.

Práce je psána podle právního stavu, který platil na konci května 2013.

# 1 Definice pojmu hedgeový fond

Provést pozitivní definici hedgeového fondu, či alespoň tuto entitu nějak adekvátně a celistvě charakterizovat činí značné potíže. Takto prováděné definice jsou často velmi abstraktní a všeobecné, a tím pádem v praxi těžko použitelné a nesrozumitelné. (AIMA'S ROADMAP, str. 11) Proto se ukazuje jako jednodušší provést vymezení negativní, a to sice prostřednictvím komparace s tradičními *long-only*<sup>1</sup> investičními strategiemi. Takto můžeme srovnat hedgeové fondy s *long-only* strategiemi v podstatě ve všech oblastech, od investiční filosofie až po právní zakotvení a limity.

## 1.1 Investiční filosofie

Hedgeové fondy se liší od *long-only* strategií zejména pokud jde o jejich investiční cíle, přístup k riziku a dovednosti, jež jsou potřebné ke správě portfolia. Pro *long-only* strategie je typické, že mají tzv. relativní investiční cíle. To znamená, že jejich výkonnost a úspěšnost je posuzována v porovnání s takzvaným *benchmarkem*, v české alternativě snad měřítkem či porovnávacím bodem. Tento *benchmark* je obvykle zvolen v rámci třídy aktiv, na něž je daná investiční strategie zaměřena, což ve velmi zjednodušeném příkladu znamená, že pokud je investiční strategie zaměřena na akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha, bude tímto *benchmarkem* index PX.

U *long-only* strategií tak může dojít (a velmi často i dochází) k na první pohled paradoxnímu případu, kdy ačkoliv je strategie prodělečná, je hodnocena jako úspěšná, pokud je prodělečná méně než zvolený *benchmark*. Pokud se budeme držet pražského příkladu, tak v roce 2008, kdy index PX ztratil přes 53% ze své hodnoty, by byla investiční strategie, která ve stejném období ztratila jen 50%, považována za poměrně úspěšnou.

Oproti tomuto modelu relativních investičních cílů usilují hedgeové fondy o absolutní výnosy. To znamená, že jejich cílem je generování výnosů nezávisle na konkrétní situaci, jež panuje na trhu a dále snaha o to, aby tyto výnosy byly vyšší, než je

---

<sup>1</sup> *Long only* strategie jsou strategie, jež zastávají pouze dlouhé pozice, tedy spekulují na vzestup kurzu podkladového aktiva.

takzvaná bezriziková úroková míra<sup>2</sup>. Již z tohoto vpravdě základního vymezení je patrné, že management hedgeového fondu vyžaduje jiné dovednosti a jiný přístup než správa fondů zaměřených na *long-only* strategie.

Hedgeové fondy jsou charakteristické tzv. *skill-based* strategií, což znamená, že výnosy jsou závislé na dovednostech manažerů těchto fondů. Tyto dovednosti se stávají ještě více významnými vzhledem k faktu, že ve valné většině případů sami manažeři investují do fondu značnou část svých osobních peněz. Toto osobní zainteresování manažerů s sebou nese několik odlišností týkajících se správy fondu, což se projevuje především na přístupu k riziku.

K riziku a výnosnosti se vztahují termíny, jež jsou v oblasti hedgeových fondů užívány a to sice alfa a beta. Beta je výnos, který je získáván v podstatě pasivně, nezávisle na aktivních krocích manažera fondu. Je to výnos, který generuje podkladové aktivum na který je investice vázána, například tedy index PX. V případě, že index PX vzroste o 10%, tak fond, jež používá index PX jakožto *benchmark* a vzroste v témže období také o 10%, dosáhl hodnoty beta. Alfa oproti tomu vyjadřuje výnos, který je generován aktivními kroky manažera fondu. V našem případě tedy fond, jež při desetiprocentním výnosu PX dosáhne výnosů ve výši 12%, dosáhl dvouprocentní hodnoty alfa.

Manažeři hedgeových fondů se přirozeně snaží dosahovat co nejvyšších hodnot alfa a zároveň eliminovat vliv hodnot beta. Tato eliminace vlivu hodnoty beta je důležitá proto, že není závislá na aktivních krocích manažera, ale na chování trhu (respektive hodnotách podkladového aktiva), jež je velmi těžké předpovídat a závislost na nich s sebou nese velkou míru rizika.

## ***1.2 Přístup k riziku***

Jak již bylo řečeno výše, najít přesnou pozitivní definici hedgeového fondu je velmi složité a ve své podstatě snad i neúčelné. Pokud je tedy chceme definovat pomocí metody komparace, bude nám přístup k riziku pomyslným úhelným kamenem, neboť rozdíl mezi *long-only* a hedgeovými fondy v této oblasti je (spolu s odlišnostmi v právní

---

<sup>2</sup> Bezriziková úroková míra vyjadřuje tzv. jistý výnos ze státního dluhopisu, který lze pořídit namísto akcií jako alternativní investici. Výše tohoto alternativního výnosu je nesporná - jde o efektivní úrok, jehož výše je daná ke dni koupě dluhopisu.

úpravě) ve své podstatě nejčistší definicí hedgeových fondů vůbec. Jak již bylo řečeno výše, *long-only* strategie se snaží o relativní výnosy, což markantním způsobem ovlivňuje přístup k riziku manažerů těchto fondů. Zjednodušeně řečeno je jako bezrizikový bod, tedy jakési riziko nula, hodnocen *benchmark*. Pokud tedy budeme pokračovat v našem příkladu, tak index PX je hodnocen jakožto bezrizikový a každá odchylka investiční strategie je vnímána jako zvýšení rizika.

Znovu zde tedy může dojít k paradoxní situaci, kdy pokud index PX klesá o 50%, tak investiční strategie, jež je na něj plně vázána, a klesá tedy také o zmíněných 50%, je považována za méně rizikovou než investiční strategie, jež ve stejné době ztrácí pouze 30%. Pokud tedy manažer *long-only* strategie učiní aktivní kroky, jimiž dojde k odchýlení složení portfolia od toho, jež je obsaženo v indexu PX, je tento krok vnímán jako zvýšení rizika i v případě, kdy tyto aktivní kroky vedly ke snížení ztráty.

Přístup hedgeových fondů, tedy jejich manažerů, je odlišný. Snaží se o dosažení absolutních výnosů. To znamená, že se snaží vydělat na jakémkoliv pohybu trhu. Pokud tedy *long-only* strategie mohou vydělávat jen pokud trhy rostou, hedgeové fondy mohou vydělávat (a také vydělávají) jak na poklesu, tak na růstu podkladových aktiv. Zjednodušeně řečeno, hedgeové fondy se nesnaží ztratit méně peněz než ostatní, tak jako je tomu v případě *long-only* strategií, ale snaží se neztratit peníze vůbec. Při svém postupu používají hedgeovací metody, jimiž se snaží redukovat riziko. Typicky tak například dochází k párování krátkých a dlouhých pozic, postavených proti sobě.

Z výše uvedeného vyplývá, že kritéria pro hodnocení úspěšnosti hedgeového a *long-only* fondu jsou rozdílná. Pokud tedy v případě *long-only* strategií můžeme považovat strategii, jež ztrácí méně než *benchmark*, za úspěšnou, u hedgeového fondu by toto hledisko neobstálo a jako úspěšná by nebyla brána zřejmě ani strategie, která v takovémto případě stagnuje.

### ***1.3 Management volatility***

Dalším rozdílem, který nám poslouží k lepší charakterizaci pojmu hedgeový fond, je přístup k managementu volatility. K porovnávání výkonnosti fondů vzhledem k volatilitě, tedy k takzvané směrodatné odchylce měsíčních výkonností fondu slouží ukazatel zvaný *Sharpe Ratio*. Tento ukazatel, jež je do češtiny překládán nejčastěji jako



Sharpeho poměr, ukazuje vztah mezi rizikem investice a její výnosností. *Sharpe ratio* se určuje jako podíl výnosu investice, který je snížen o bezrizikovou míru a směrodatné odchylky výnosů. Matematicky se tedy Sharpe ratio vyjádří takto:

$$SR = \frac{R - R_f}{sm}$$

Kdy R je výkonnost fondu za poslední tři roky (v %, p.a.), R<sub>f</sub> je bezrizikový výnos, tj. výnos na peněžním trhu (v %, p.a.) a sm je anualizovaná směrodatná odchylka měsíčních výkonností fondu (v %).

Logicky tedy platí, že čím je Sharpeho ratio vyšší, tím je investice vzhledem k riziku výhodnější. Manažeři se snaží dosáhnout hodnoty 1 a vyšší. I zde platí, že nejlépe lze tuto veličinu vysvětlit na příkladu: Pokud tedy v našem případě máme *long only* investiční strategii, která je benchmarkována oproti indexu PX, pak pokud je volatilita indexu PX ve sledovaném období například 20%, je stejná i volatilita této investiční strategie. Pokud v tomto období investiční strategie přinese zhodnocení o 10%, pak činí Sharpeho poměr 0,5. Pro zjednodušení jsem v tomto příkladu vynechal umenšení výkonnosti strategie o bezrizikový výnos.

Pokud bychom stejný příklad vztáhli na jednání managementu hedgeového fondu, snažil by se tento pomocí hedgeovacích nástrojů snížit volatilitu zhruba na deset procent, což by vedlo ke zdvojnásobení Sharpeho poměru, a tím pádem ke zdvojnásobení výnosů na jednotku rizika. Hedgeovému fondu by tedy v tomto případě stačilo zhodnotit investici pouze o deset procent, aby byl poměr riziko/výnos stejný jako v případě *long only* fondu.

V tomto kontextu je velmi zajímavé uvědomit si, že hedgeové fondy jsou většinou populace (včetně odborné veřejnosti) vnímány jako velmi rizikové. Toto vnímání bylo ještě více posíleno po krizi z let 2008 a 2009. Přitom se hedgeové fondy ve své klasické podobě snaží o snižování rizika, čímž dochází ke zvyšování Sharpeho poměru.

#### ***1.4 Struktura investic a investiční strategie***

Dalším rozdílem, který nám poslouží k vymezení definice hedgeového fondu, je struktura investic a investiční strategie. Rozdíly v této oblasti jsou dány především právní úpravou kapitálových trhů, kdy manažeři hedgeových fondů mají takzvaný *broad mandate* (RITTEREISER, str.8). To znamená, že mohou použít široké spektrum investičních strategií a metod a mohou investovat do velkého počtu investičních nástrojů, které by byly pro jiné fondy právně nepřípustné. Investiční strategie, jež manažeři hedgeových fondů používají, jsou samy o sobě velmi riskantní a pokud jsou užity nesprávně, mohou mít velmi negativní dopady na portfolio. Zde se v plné míře projevuje fakt, že hedgeové fondy jsou *skill-based* fondy, jak bylo uvedeno výše, a záleží tudíž na jednotlivém manažerovi, jaké dopady bude ta která strategie mít. Nesprávné použití těchto metod může vést až k likvidaci portfolia.

Fakt, že úspěšnost hedgeových fondů záleží ve vysoké míře na schopnostech jejich manažerů správně používat tyto metody přispívá ke vnímání hedgeových fondů jako velmi riskantních investičních strategií. To je znovu do jisté míry paradoxní vzhledem k tomu, že velká část těchto metod má sloužit především k tomu, aby byl risk redukován.

Jedním z problémů ucelené definice hedgeového fondu je, že tato definice záleží ve velké míře na právní úpravě těchto fondů a tato právní úprava se liší stát od státu, respektive spíše právní systém od systému. Avšak vzhledem k faktu, že hedgeové fondy mají své kořeny v USA sleduje právní úprava na celém světě do jisté míry americký vzor. Co se týče investičních metod a nástrojů, lze shrnout, že pro hedgeové fondy platí následující charakteristiky.

Za prvé mají manažeři hedgeových fondů již zmíněný *broad mandate*. Dále mohou investovat do širokého spektra aktiv, především mohou držet dlouhé i krátké pozice v akciích a také v komoditách, dluhopisech či derivátech. Za druhé používají manažeři hedgeových fondů těchto metod k limitaci rizika a současně ke snížení závislosti na vývoji trhu. To je určitý rozdíl oproti tradičním *long only* fondům, které jsou plně vystaveny rizikům, které s sebou přináší pohyby trhů na kterých investují

. Dále je pro hedgeové fondy charakteristické, že používají pákových nástrojů, takže hodnota držení dlouhých pozic může přesahovat kapitál investorem do fondu vložený. Dalším podstatným rozdílem oproti tradičním fondům je možnost hedgeových fondů držet krátké pozice a tedy spekulovat na pokles hodnoty podkladového aktiva.

Tyto investiční metody ve svém konečném důsledku znamenají to, že jsou hedgeové fondy do určité míry nezávislé na vývoji trhů a mohou přinášet investorům zisk i v případě, že hodnoty aktiv do nichž fond investuje klesají.

### ***1.5 Právní úprava hedgeových fondů a jejich vlastnická struktura***

Pouze v krátkosti se zde zmíním o vymezení hedgeových fondů, co se týče jejich právní úpravy a vlastnické struktury, jelikož tato otázka je hlavním tématem této práce. V tomto oddílu především shrnu, jaké charakteristiky jsou z tohoto hlediska společné hedgeovým fondům, nezávisle na konkrétní vnitrostátní právní úpravě.

Pro hedgeové fondy je charakteristická nižší míra regulace než pro tradiční fondy. Tento fakt došel sice v posledních zhruba čtyřech letech jistých změn, ovšem určitá míra volnosti zde zůstala zachována. Pokud již dochází u hedgeových fondů k jisté regulaci, pak je tím sledována zejména ochrana investorů. Z tohoto důvodu je právně upravena například minimální výše čistého obchodního jmění hedgeových fondů, minimální výše investice do fondu, popřípadě dochází k zákazu určitých obchodních praktik (*insider trading*).

Typické pro hedgeové fondy je, že možnost vložit do nich svůj kapitál je určitým způsobem omezená a není dostupná ani nabízená běžné veřejnosti. Podmínky pro investování do hedgeových fondů se v jednotlivých státech liší, ale společné všem je, že tato možnost je dostupná pouze pro takzvané kvalifikované investory. Samotné vymezení termínu kvalifikovaný investor nabývá v různých právních systémech rozličných podob. Podle českého práva se například kvalifikovaným investorem rozumí osoba, která má již určité zkušenosti, co se týče obchodování s cennými papíry. Tyto své zkušenosti doloží správci fondu podepsáním prohlášení a vloží minimální investici, která je předepsána statutem fondu. Minimální výše této povinné investice je dána jednotlivými právními řády, a je proto v jednotlivých státech odlišná. Spodní hranicí bývá částka ekvivalentní 50.000 dolarům, horní hranice minimálního vkladu dosahuje u určitých fondů až 10.000.000 dolarů i vyšší. Můžeme ovšem konstatovat, že průměrná částka minimální investice bývá od 500.000 do 1.000.000 dolarů<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Dle <http://www.forbes.com/2000/07/15/feat.html> [online], [cit. 02/12/2012]

Dalším kritériem ke vstupu do fondu bývá v jednotlivých právních řádech i minimální velikost majetku potenciálního klienta, respektive jeho roční příjem. Důvodem pro tento požadavek je opět ochrana klienta, takže platí, že investice do hedgeového fondu by neměla představovat podstatnou část investorova majetku.

Dalším ze znaků hedgeových fondů je, že mohou mít (a velmi často též mívají) *offshore domicil*, tedy že jsou usazeny v zahraničí, především z důvodu daňové výhodnosti.

Oproti tradičním fondům je odlišná i vlastnická struktura a systém stimulů, jež jsou závislé na výkonu fondu. Tímto uspořádáním je vytvářen určitý motivační systém pro manažery hedgeových fondů, a tak dochází ke sjednocení zájmů manažerů a investorů. To by mělo vést k tomu, že kroky manažerů, které budou výhodné pro ně samé, budou výhodné i pro investory fondu. Tento fakt je dobré zdůraznit, protože systém odměn a incentivů v jiných typech fondů vede často k chování manažerů, jež je pro klienta nevýhodné.

Hlavním důvodem pro toto sjednocení zájmů je fakt, že manažeři hedgeových fondů do těchto fondů sami investují a drží v nich velké podíly. To znamená, že pokud vydělává fond, vydělává i manažer. Dalším incentivem je takzvané *performance fee*, tedy poplatek za výkonnost fondu. Tento poplatek činí obvykle 15-20% ze zisku fondu a spolu s poplatkem za správu fondu, jež je obvykle ve výši 1% až 2%, tvoří základní poplatkovou strukturu. (JAEGGER, str. 196). Zatímco dříve byla pro hedgeové fondy charakteristická právě sazba ve výši dvou a dvaceti procent, dnes dochází ke snižování těchto sazeb a nejčastěji se tak setkáváme s hodnotami těchto sazeb ve výši jednoho, respektive patnácti procent.

*Performance fees* jsou obvykle placeny ze zisku, jež fond vydělá během jednoho roku od vložení investice. Některé fondy nabízejí takzvaný *high-water mark*, což zjednodušeně řečeno znamená, že pokud je hodnota investice k rozhodnému dni nižší než byla hodnota maximální, již investice v minulosti dosáhla, tento poplatek se neplatí (RITTEREISER, str. 10) Poplatkové struktury a způsobu jejího výpočtu se budu podrobněji věnovat v následujících kapitolách, zde jen zmíním, že tato poplatková struktura činí z vlastnictví hedgeového fondu velmi lukrativní záležitost, ale snaha „porazit“ *high-water mark* za účelem získání *performance fee* vede manažery

v některých případech k podstupování zbytečně vysokého rizika a k následnému krachu fondu.

## ***1.6 Shrnutí***

V této kapitole jsem se pokusil vymezit pojem hedgeový fond, zejména prostřednictvím srovnání hedgeových fondů s fondy klasickými, a to v několika oblastech. Jak jsem již napsal výše, jednoduchá, leč všeobjímající definice tohoto pojmu, je velmi složitá a neefektivní, ne-li nemožná. Závěrem tedy můžeme shrnout, že hedgeové fondy jsou investičními fondy, které se zaměřují na absolutní výnosy. Charakteristické pro ně rovněž je, že jsou vedeny manažery, kteří sami ve svých fondech investují podstatnou část svých peněz a jsou dále motivováni specifickou poplatkovou strukturou.

Při vedení hedgeových fondů mají tito manažeři široké pole působnosti (*broad mandate*) a jsou závislí na svých odborných schopnostech. Hedgeové fondy se snaží o maximalizaci výnosu na jednotku rizika a používají k tomu specifické zajišťovací nástroje, zejména otevírání krátkých pozic proti dlouhým, přičemž se dále snaží o co nejmenší závislost na vývoji trhu, snížení volatility a o co nejmenší korelaci s trhem (RITTEREISER, str. 11).

Hedgeové fondy se těší relativně nízké míře regulace ze strany států a státních institucí. Fakt, že používají velmi komplikované strategie, které jsou z velké míry závislé na individuálních schopnostech manažerů ale vede k tomu, že jsou dány bariéry pro vstup investorů do hedgeových fondů a bývá i omezen jejich marketing tak, aby do nich nevstupovali „nekvalifikovaní“ investoři. Pro investory činí hedgeové fondy zajímavými především fakt, že díky osobní zainteresovanosti manažerů a poplatkové struktuře dochází ke sjednocení zájmu manažerů a investorů, možnost nastavení rizika a také nezávislost hedgeových fondů na pohybech trhu, kdy hedgeové fondy mohou vydělávat i pokud dochází k poklesu trhu. Pokud hedgeový fond přináší investorům zisky nezávisle na chování trhu, je poté označován jako „*All weather fund*“ nebo „*good for all seasons*“ (JAEGER, str. 4).

Bohužel zejména po krizi z let 2008 a 2009 vnímá veřejnost hedgeové fondy spíše negativně. To je zřejmě zapříčiněno složitostí nástrojů, které používají, závislostí na schopnostech manažerů a možností *short sellingu*, jež má sám o sobě určitý negativní nádech vzhledem k zažité představě, že je nemorální vydělávat na poklesu

trhu. Tento názor vedl prakticky po celém světě k intenzivnímu nárůstu legislativy regulující chování hedgeových fondů, především pak v období posledních zhruba pěti let. Tuto legislativu postupně proberu v následujících kapitolách.

## 2 Historie hedgeových fondů

### 2.1 Počátky v 50. letech

Většina zdrojů uvádí, že první hedgeový fond byl založen v roce 1949 Alfredem Winslow Jonesem (JAEGER, str. 27; RITTEREISER, str. 11). Ten tohoto roku založil *investment partnership*, tedy organizaci, jež by se dala v našem právním řádu charakterizovat jako veřejná obchodní společnost. Jeho hedgeový fond fungoval zhruba do poloviny sedmdesátých let 20. století. Jones při správě tohoto fondu používal techniky jako *short selling* a pákové obchody, přičemž se snažil o maximalizaci zisku při co nejnižším vystavení se vlivu trhu. Svou techniku držení krátkých i dlouhých pozic v cenných papírech nazýval *hedging*, svůj fond poté *hedged fund*, tedy přeloženo do češtiny jakýsi pojištěný či zajištěný fond.

Velmi zajímavá je již samotná kariéra A.W.Jonese, a to jak se k založení prvního hedgeového fondu dostal. Tento občan USA se narodil v roce 1900 v Austrálii, vystudoval Harvardovu univerzitu, poté působil jako diplomat v Berlíně. Později získal doktorát ze sociologie na Kolumbijské univerzitě, aby se posléze stal zástupcem šéfredaktora časopisu Fortune. Právě tato práce ho dovedla k rozhodnutí stát se profesionálním investorem. Pro účely článku nazvaného „*Fashions in Forecasting*“, jež vyšel ve Fortune v březnu 1949, provedl rozsáhlý sběr podkladů o technické analýze akcií a chtěl tyto poznatky uplatnit v praxi, což vyústilo v založení společnosti A.W.Jones & Co. Tato společnost byla vytvořena ve formě *general partnership*, což je dle *Revised Uniform Partnership Act* společnost založená dvěma a více osobami, kdy tyto osoby ručí za závazky společnosti celým svým majetkem. V české právní úpravě bychom tedy tento typ obchodní společnosti mohli přirovnat k veřejné obchodní společnosti.

Jones založil svou společnost společně se čtyřmi dalšími společníky, přičemž on sám do této společnosti vložil počáteční vklad ve výši 40.000 dolarů z celkových 100.000 dolarů. Pro zajímavost uveďme, že v prvním roce dosáhla tato společnost zisku 17,3% .

Jonesův fond byl tím, co pozdější finančněprávní nauka nazývá oportunistickým hedgeovým fondem (JAEGER, str. 28). Jones investoval do individuálních akcií,

přičemž pokud výsledky jeho analýzy svědčily o tom, že je akcie nadhodnocená, volil krátké pozice. Pokud naopak měl za to, že hodnota akcie bude stoupat, volil dlouhé pozice. Celkově mohlo jeho portfolio dosahovat hodnot *net long* neboli být čistě dlouhé, což znamená, že hodnota dlouhých pozic v portfoliu převyšuje hodnotu pozic krátkých, *net short*, čistě krátké, kde situace je oproti předchozímu případu přesně opačná, nebo mohlo být portfolio *net neutral*, neutrální, kdy hodnota pozic dlouhých je shodná s hodnotou pozic krátkých. Pro znásobení zisků využíval Jones finančně pákových instrumentů.

Z výše uvedeného je patrné, že Jones mohl přizpůsobovat své portfolio tržní situaci, a dosahovat tak zisků prakticky bez ohledu na to, zda trh klesal či stoupal. Držením krátkých pozic sledoval Jones dvojí cíl. Jednak přirozeně mohl vydělávat i na poklesech jednotlivých akcií, a jednak, a to je pro pozdější hedgeové fondy příznačné, se pojišťoval, tedy v anglickém jazyce *hedged* proti poklesu akcií, jež držel v dlouhých pozicích, čímž snižoval riziko. Investorům kteří pochybovali o metodách *short sellingu* Jones říkal, že používá „spekulativní techniky k dosažení konzervativních cílů“ (RITTEREISER, str. 11).

Víra v to, že investoři by neměli podstupovat riziko, které by nebyl ochoten podstoupit Jones sám, ho vedla k tomu, že vložil do fondu veškeré své peněžní prostředky. V důsledku toho došlo k již výše zmiňovanému sjednocení zájmů managementu s investory.

V roce 1952 se změnila právní forma tohoto fondu na *limited partnership*. Tedy společnost, jež je charakterizována tím, že kromě hlavních partnerů (*general partners*), kteří mají stejná práva a povinnosti jako partneři v *general partnership*, jsou v této společnosti i takzvaní *limited partners*, jejichž odpovědnost za závazky společnosti je omezena výší jejich vkladu do této společnosti (dle *United States Uniform Limited Partnership Act*) a kteří nejsou nositeli jednatelského oprávnění. V českém právním řádu můžeme považovat za její odraz společnost komanditní. S touto změnou formy začal Jones účtovat poplatek z výkonu společnosti ve výši 20%.

Významným pro dějiny hedgeových fondů se tedy stalo to, že Jones jako první používal metod finanční páky a prodejů na krátko společně a také sjednotil zájmy své se zájmy investorů tím, že s nimi sdílel zisky. Co se týče používání páky, Jones ji povětšinou užíval ve výši 1,5:1, čili na jeden dolar vlastního kapitálu připadlo půl



dolaru kapitálu cizího, přičemž preferoval držet 110% v dlouhých pozicích a 40% v pozicích krátkých. Významným je tento Jonesem zavedený postup z toho důvodu, že do dnešní doby se příliš nezměnil a manažeři hedgeových fondů podle něj ve velké většině stále postupují.

Ačkoliv většina zdrojů svorně chápe právě Jonese a jeho fond jako počátek hedgeových fondů, pokud bychom, tak jako Ineichen (INEICHEN, str. 3) rozvolnili definici hedgeového fondu a chápali hedgeové fondy jako jednotlivce, nebo určité formy partnerství, jejichž primárním cílem je dosahování absolutních zisků za používání tradičních i netradičních metod a pákových a opčních mechanismů, poté můžeme počátek strategií, jež by se daly nazvat hedgeovými vysledovat do dob daleko dřívějších.

Ineichen ve své knize uvádí, že tyto strategie můžeme vysledovat již v Bibli, a to sice na příkladu Josefa a Ráchel. Josef si přál pojmout za ženu Ráchel, nejmladší Lábanovu dceru. Lában tedy prodal Josefovi opci, jež bychom mohli nazvat *call* neboli prodejní opcí na svou dceru. Ráchel zde tedy chápeme jako podkladové aktivum neboli bazický instrument. Dobou realizace opce je zde 7 let. Když ovšem Josef opci uplatnil, podstrčil mu Lában svou druhou dceru a Josef byl nucen zakoupit novou opci na Ráchel. Ačkoliv je tento příklad poněkud netradiční, můžeme na něm vidět, že speciální tržní nástroje, opce a určitá kalkulace rizika a odměny, nejsou vynálezem moderní doby, ale existují v lidské společnosti prakticky již od počátku věků.

S Jonesovým prvenstvím vyslovují lehký nesouhlas i jiné zdroje. Jaeger ve své knize uvádí, že již před Jonesovým fondem existovaly investiční společnosti, jež při správě portfolia používaly jednu, nebo i více investičních strategií typických pro hedgeové fondy. Pouze tyto společnosti nepřitáhly tak velkou pozornost, jako fond Jonesův. Například Benjaminem Grahamem založený *investment pool*, tedy účelové sdružení kapitálu od soukromých investorů<sup>4</sup>, používal metodu nákupu na krátko již od roku 1926. Důvod, proč není právě Graham považován za otce hedgeových fondů je zřejmě ten, že prodeje na krátko neužíval ve velké míře a soustředil se především na dlouhé nákupy podhodnocených cenných papírů.

I když toto pomíneme a budeme Jonese a jeho fond brát za pionýry hedgeových fondů, je důležité upozornit na to, že jiné subjekty používaly strategie a nástroje

---

<sup>4</sup> Dle <http://www.investopedia.com/terms/p/pooledfunds.asp>, [online], [cit. 2012-10-28]

hedgeových fondů již dávno před tím. Máme tím na mysli především brokerské a obchodní společnosti z Wall Street, které pro svou činnost používaly určité typy hedgeových strategií. Za všechny příklady uveďme časté používání bezrizikové arbitráže. Typicky k ní docházelo tak, že společnost či broker koupili určitou komoditu, například zlato, na jedné komoditní burze a simultánně ji prodali za cenu vyšší na burze jiné, čímž využili neefektivitu trhu. Část těchto na Wall Street uskutečňovaných obchodů by dnes již nebyla možná, respektive by nebyla legální, protože byly tím, co bychom současnou terminologií nazvali *insider tradingem*. Tedy zasvěceným obchodováním, při němž dochází k využití informací, jež nejsou dostupné širší veřejnosti.

## **2.2 Jonesovi následovníci**

Jak už to u úspěšných obchodních modelů bývá, i Jonesův hedgeový fond přitáhl velké množství následovníků. Další fondy byly založeny již v polovině padesátých let 20. století. Můžeme mezi ně zařadit například společnost Buffet Partners, založenou Warrenem Buffetem, jejíž styl obchodování byl ovšem založen spíše na dlouhých pozicích a nedocházelo u ní k pravidelnému zajišťování se vůči tržnímu riziku prostřednictvím obchodů na krátko. A tak za prvního významnějšího Jonesova následovníka můžeme považovat až fond Fairfield Partners, založený Bartonem Biggsem a Dickem Radcliffem v roce 1965. Období poloviny šedesátých let je velmi důležité z několika důvodů. Jednak došlo v této době ke vzniku velkého množství hedgeových fondů (některé zdroje uvádějí až 150 hedgeových fondů, jimiž spravované finanční prostředky dosahovaly hodnoty okolo jedné miliardy dolarů JAEGER, str. 28), které se jevily v daném prostředí a za dané tržní situace jako vysoce ziskové. Tato ziskovost byla ovšem z velké míry dána, čímž se dostáváme k druhému důvodu proč bylo toto období důležité, velmi dlouhým býčím trhem, tedy trhem na kterém rostou ceny aktiv. Jelikož tyto hedgeové fondy byly založeny na začátku nebo v průběhu tohoto trhu, byla jim investiční strategie velké části těchto fondů do značné míry pokrivena. Jejich manažeři zkrátka neodolali pokušení být *net long* za současného použití finanční páky, což jim při poklesu trhu, ke kterému došlo v letech 1969-1970, zlomilo vaz.

Na tento býčí trh doplatil i fond Fairfield Partners, avšak z jiného důvodu. Biggs s Radcliffem došli po provedení technických analýz k tomu, že určité akcie, konkrétně především akcie obchodní společnosti Nifty Fifty, jsou značně nadhodnocené a začali je *shortovat*, tedy prodávat na krátko. Tento krok byl velmi dobrým rozhodnutím, protože tyto akcie byly skutečně velmi nadhodnocené. Bohužel však bylo toto rozhodnutí učiněno v nepravý čas, neboť akcie Nifty Fifty stoupaly ještě dlouhou dobu poté. Následný strmý propad těchto akcií přišel pro Fairfield Partners bohužel příliš pozdě. Na těchto příkladech můžeme vidět, jak jednoduché je v této oblasti zkrachovat a kolika různými způsoby k tomu může dojít. I když by se mohlo zdát, že tato dějinná lekce byla pro manažery hedgeových fondů poučením, periodicky se podobná situace opakuje dodnes. Posledním příkladem byl propad trhů v roce 2008, který také vedl ke krachu mnoha hedgeových fondů.

Na přelomu šedesátých a sedmdesátých let vstoupily na pole hedgeových fondů známé postavy jako George Soros a Michael Steinhardt. Pro oba bylo společné, že nejdříve pracovali pro jiné hedgeové fondy, aby později založili vlastní. Příběh Michaela Steinhardta ukazuje, v jak vysoké míře je úspěch hedgeového fondu závislý na schopnostech jeho manažera. Společně se svými partnery založil v roce 1967 fond Steinhardt, Fine and Berkowitz. Tento fond se stal velmi úspěšným, zejména co se týkalo identifikování budoucích makroekonomických změn a nastavování investiční strategie, jež na tyto předvídané změny reagovala. Přesto, nebo právě proto, došlo v roce 1979 k odchodu Howarda Berkowitze a Jerrolda Finea. Tito posléze založili vlastní hedgeové fondy, které narozdíl od jimi opuštěného fondu, jež byl posléze přejmenován na Steinhardt Partners, nedosáhly nikdy nedosáhli tak vysokých zisků (STEINHARDT, str. 36).

Finanční trh je vždy formován situací, určitým dějinným cyklem, v němž se nachází. S tímto cyklem přicházejí nové postupy, nástroje a strategie a často je v reakci na tyto novoty přijímána i nová legislativa. V sedmdesátých letech tak došlo k určité stagnaci, míra inflace byla poměrně vysoká, padaly ceny dluhopisů a akcií. Oproti tomu se, jak už to v takových situacích bývá, velmi dařilo komoditám, zejména ropě a zlatu. Tento stav vedl k tomu, že velké množství majetných jednotlivců začalo obchodovat *futures* na tyto komodity, ať už prostřednictvím tradičních brokerských firem, nebo brokerských firem, jež byly specializovány jen na komodity a které zažily v tomto období velký rozmach.

Tito jednotlivci obchodovali *futures* na komodity jednak sami, kdy se rozhodovali podle vlastního uvážení nebo podle doporučení svého brokera, jednak mohli dát brokerovi diskreční oprávnění, aby obchodoval svým jménem na jejich účet. Brokerské domy v tomto období zaměstnávaly velké množství analytiků, kteří měli na starosti různé druhy komodit, zejména pak drahé kovy jako zlato, stříbro či platinu, průmyslové kovy, nebo ropu či zemní plyn. Jelikož obchody s *futures* jsou charakteristické tím, že vyžadují použití finanční páky, dostalo se její používání do širšího povědomí, a to v poměrně pozitivním světle, jelikož na těchto obchodech díky dlouhotrvajícímu býčímu trhu zbohatlo velké množství lidí. Toto pozitivní hodnocení se však mělo kvůli propadu komoditního trhu brzy změnit.

### 2.3 *Futures* fondy

Tento komoditní boom vedl na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let k založení prvních *futures* fondů. Tyto fondy byly vytvářeny buď jako *mutual funds*, investiční fondy, které namísto do akcií a dluhopisů investovaly jen do komodit, nebo jako *commodity pools*, tedy účelové sdružení kapitálu od individuálních investorů, sloužící k investicím do komodit. Typickým jevem pro toto období byly takzvané *multimanager funds*, charakteristické tím, že jednotlivá aktiva byla svěřena různým investičním specialistům, takzvaným *commodity trading advisors*<sup>5</sup>, což jsou organizace nebo jednotlivci, kteří za úplatu či podíl na zisku poskytují investiční rady a doporučení a docházelo tedy k tomu, co bychom dnes mohli nazvat outsourcingem. Účelem *commodity pools* bylo, a stále je, umožnit drobnějším investorům sdružit svůj kapitál, a dostat se tak k obchodním příležitostem a nástrojům, které by nebyly pro individuální investory jinak možné a diverzifikovat své portfolio. Mnoho hedgeových fondů má v dnešní době podobu těchto *commodity pools*. Odlišným od ostatních hedgeových fondů je činí mimo jiné to, že nepodléhají kontrole SEC, tedy *Securities and Exchange Commission*, nýbrž *Commodity Futures Trading Commission*<sup>6</sup>. Tomuto tématu se budeme podrobněji věnovat v následujících kapitolách.

Tyto komoditní fondy a *pooly* byly nabízeny zákazníkům především velkými brokerskými firmami, jako Merrill Lynch nebo Prudential, zatímco tradiční hedgeové

---

<sup>5</sup> Dle <http://www.nfa.futures.org/nfa-registration/cta/index.html>, [online], [cit. 2013-01-22]

<sup>6</sup> Dle <http://www.investopedia.com/terms/c/commoditypool.asp>, [online], [cit. 2013-01-22]

fondy, tak jak je známe v podání fondu A.W. Jonese, nevstupovaly do pozic na komoditních trzích a nedržely tedy přímo fyzická aktiva jako zlato či ropu. Dělo se tak z toho důvodu, že ceny těchto komodit se pohybovaly po dlouhou dobu pouze směrem vzhůru a neposkytovaly tak prostor k zajištění prostřednictvím shortování. (JAEGER, str. 30) Na druhou stranu se i v tomto tržním prostředí hedgeovým fondům dařilo, neboť mu vhodně přizpůsobily svou strategii, když kupovaly akcie společností, jež profitovaly z „komoditní horečky“, jako byly těžební či petrolejářské společnosti a na straně druhé nakupovaly na krátko akcie firem, jež se špatně vypořádávaly s vysokou mírou inflace a rostoucími úrokovými mírami.

Změna v tomto trendu nastala počátkem osmdesátých let, kdy došlo k růstu akcií a pádu komodit, jakož i ke snížení míry inflace. Trh s *futures* přinášel stále nové a nové instrumenty, a tak se v této době začalo obchodovat s *futures* na akciové indexy, měny či dluhopisy. To vedlo, spolu s jinými faktory, k propojení scény hedgeových fondů s *futures*, kdy na jedné straně manažeři hedgeových fondů rozšířili své strategie z akcií i na zahraniční měny a komodity a na straně druhé *commodity trading advisors* se kvůli rostoucí poptávce po jiných aktivech, jež byla zapříčiněna propadem komoditních trhů, byli nuceni začít zabývat i *futures* na jiná aktiva jako akcie nebo dluhopisy. Toto v konečném důsledku vedlo k tomu, že se začaly obchodovat akcie, dluhopisy a jiná aktiva přímo, tedy bez použití *futures*.

## **2.4 Rozvoj strategií**

V osmdesátých letech se významným stal takzvaný *junk bond market* (*high yield bond market*), tedy trh s dluhopisy, které dosáhly investičního stupně BB nebo nižšího, pokud jde o agenturu Standard and Poor's, respektive Ba či nižšího u ratingové agentury Moody's<sup>7</sup> a jako takové nemohly být nakupovány některými institucionálními investory. Trh s těmito dluhopisy měl být primárně využíván k financování činnosti společností, jež tyto dluhopisy vydávaly, avšak manažeři hedgeových fondů vycítili příležitost a využili těchto dluhopisů k financování takzvaného *leveraged buyout*, tedy nabytí majoritního podílu v obchodní společnosti skoupením akcií této společnosti pomocí vypůjčeného kapitálu, přičemž jako záruka za tuto půjčku jsou použita právě

---

<sup>7</sup> Dle <http://www.investopedia.com/terms/j/junkbond.asp>, [online], [cit. 2013-01-22]

tato skupovaná aktiva. Půjčený kapitál, jež ve velké míře převyšuje kapitál vlastní investorem do transakce vložený tak zde funguje jako finanční páka, jež slouží ke znásobení zisků. Jedním z nejznámějších případů tohoto období se stal nákup společnosti *Gibson Greetings* bývalým ministrem financí (*Secretary of the Treasury*) USA Williamem E. Simonem a skupinou dalších investorů, když společnost byla koupena za 80 milionů dolarů, přičemž jen jeden milion pocházel z jejich vlastních zdrojů. Po roce a půl provedla tato společnost IPO, primární emisi akcií, za 360 milionů dolarů, přičemž sám Simon vydělal zhruba 66 milionů<sup>8</sup>.

Tento úspěch vedl k mnohým dalším pokusům o *leveraged buyout*, jež se setkávaly se střídavými úspěchy a občas vzbuzovaly pochybnosti, zda byl celý postup legální, zejména zda nedošlo k *insider tradingu*. Celá tato éra pak skončila sérií skandálů souvisejících právě se zneužitím informací v obchodním styku, které byly spojeny se jmény jako Ivan Boesky, Dennis Levine nebo Martin Siegel (JAEGER, str. 32).

## 2.5 Přelom tisíciletí

Po určitém období klidu došlo na začátku devadesátých let k velkému rozmachu hedgeových fondů, když manažeři investičních fondů houfně zakládali vlastní hedgeové fondy fascinováni úspěchem Juliana Robertsona a jeho fondu Tiger, který dlouhodobě udržoval dvouciferný zisk<sup>9</sup>. Počet hedgeových fondů tak prudce rostl od zhruba pětiset v roce 1990 až k šesti tisícům na přelomu tisíciletí. V tomto období také začali začleňovat investice do hedgeových fondů do svých portfolií penzijní fondy a institucionální investoři. Kvůli krizi okolo roku 2000 ovšem došlo ke krachu velkého počtu hedgeových fondů, zejména těch, jejichž manažeři podlehlí lákavému volání sirén, které zvěstovalo vysoký zisk na růstovém trhu internetových společností a nezajistili dostatečně své portfolio.

Tento pád vedl k negativní medializaci hedgeových fondů, a tím pádem i ke zvýšenému zájmu regulátorů o jejich činnost. SEC (*Securities and Exchange Commission*) přijala změny, kterými manažerům hedgeových fondů byla nově uložena povinnost registrovat se jako investiční poradci dle *Investment Advisor's Act* z roku

---

<sup>8</sup> Dle [http://en.wikipedia.org/wiki/Leveraged\\_buyout](http://en.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buyout), [online], [cit. 2013-01-24]

<sup>9</sup> Dle [http://en.wikipedia.org/wiki/Tiger\\_Management](http://en.wikipedia.org/wiki/Tiger_Management), [online], [cit. 2013-01-24]

1940, což přineslo manažerům mnoho nových povinností, jako například vést neustále aktualizované záznamy o výkonnosti fondu nebo povinnost najmout si takzvaného *Compliance Officer*, tedy jednotlivce nebo společnost, jež sleduje, zda jednání daného subjektu je ve shodě se zákony a nařízeními. Dalším opatřením, jež musely hedgeové fondy nově zavést, bylo vytvoření etického kodexu a jednání podle něj.

V posledních letech před krizí z roku 2008 došlo na poli hedgeových fondů k vytvoření *funds of funds*, tedy investičních fondů, jež investují do vybraných hedgeových fondů, což vede k diverzifikaci portfolia a rozložení rizika, což by mělo vést k jeho snížení. Tyto fondy také umožňují využít výhod hedgeových fondů investorům, kteří nejsou natolik movití, aby mohli investovat do hedgeových fondů přímo. Stinnou stránkou těchto fondů z pohledu investora však je poplatková struktura, kdy investor platí poplatek jak bezprostředně fondu fondů, tak i hedgeovému fondu prostřednictvím tohoto fondu.

Krise v letech 2008 a 2009 vedla k omezení počtu hedgeových fondů jakož i kapitálu, jež obhospodařují a také k nové vlně regulace, jež bude předmětem následujících kapitol. V současné době již toto odvětví dosáhlo předkrizových hodnot, když *Assets under management*, tedy hodnota aktiv spravovaných hedgeovými fondy činí zhruba 2,13 biliónu dolarů<sup>10</sup>.

## **2.6 Zhodnocení**

Regulace tohoto odvětví byla v minulosti velmi nahodilá, často bez širší koncepce, kdy regulátoři pouze reagovali na krize finančního trhu a podléhali volání médií a občanů, kteří často chápali hedgeové fondy jako viníky proběhlé krize. Je velmi pravděpodobné, že se bude toto schéma opakovat s každou novou krizí, neboť hedgeové fondy se stávají čím dál významnějšími hráči na trhu, a proto je důležité zaměřit se na jejich regulaci bez emocí a hysterie, jíž politici v honu za popularitou často podléhají. Je evidentní, že musí být nastaveny určité limity, týkající se hedgeových fondů, zejména co se týče zneužívání vnitřních informací. Tyto limity by ale dle mého soudu neměly překročit

---

<sup>10</sup> Dle

[http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304331204577354043852093400.html?mod=googlene\\_ws\\_ws\\_j](http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304331204577354043852093400.html?mod=googlene_ws_ws_j), [online], [cit. 2013-01-24]

určitou mez, kterou můžeme spatřovat například v zákazu obchodů na krátko, jak se tomu stalo v určitých zemích v roce 2011<sup>11</sup>.

Z výše uvedeného je také patrné, že hedgeové fondy urazily za svou historii dlouhou cestu a samotný pojem hedgeový fond se v průběhu času velmi měnil. Velká část hedgeových fondů je dnes velmi odlišná od toho, jež založil v roce 1949 Jones. Stále sice užívají podobné nástroje, ale často ke zcela jiným účelům. Pokud Jones zamýšlel svou hedgeovací strategii jako zajištění proti riziku, dnes se tato strategie používá často jako strategie ryze spekulativní, a v důsledku použití finančních pák vysokých hodnot často i velmi riziková.

---

<sup>11</sup> Dle <http://www.bbc.co.uk/news/business-14500731>, [online], [cit. 2013-01-25]



### 3 Strategie hedgeových fondů

Strategie, jež hedgeové fondy používají, můžeme rozdělit podle dvou kritérií, jimiž jsou styl a oblast té které strategie<sup>12</sup>. Pokud hovoříme o stylu, pak je tím myšlen typ pozic, které manažer hedgeového fondu zastává. Například tedy otevírání dlouhých nebo krátkých pozic, rozhodování a následný nákup aktiv v závislosti na určitém druhu korporátních událostí, popřípadě udržování portfolia *market neutral*<sup>13</sup>. Oblastí je poté myšlen typ aktiv, na které se ta která strategie zaměřuje. Z hlediska oblasti může být tedy strategie zaměřena například na akcie, dluhopisy či měny (CONNOR, str. 9).

Dalším způsobem, jak můžeme strategie hedgeových fondů rozdělit je jejich závislost na pohybech trhu, či spíše snaha manažera hedgeového fondu o míru této závislosti. Z tohoto hlediska existují dva druhy strategií, a to sice *market neutral*, které se vyznačují nízkou korelací s vývojem trhu a *directional*, v češtině snad směrové, které můžeme spatřovat jako opozitum strategie *market neutral*, neboť spočívají v tom, že manažer hedgeového fondu předpokládá určitý vývoj trhu a podle toho nastaví strategii.

Klasifikovat strategie hedgeových fondů můžeme i z pohledu, zda se jedná o strategii systematickou, tedy strategii, jež je určována složitými, počítačově vypracovávanými matematickými modely, nebo strategii diskreční, kdy o pozicích, do nichž hedgeový fond vstoupí, rozhoduje manažer na základě svého uvážení. Toto dělení však nemá pro praxi přílišný význam, neboť ve valné většině hedgeových fondů dochází ke kombinacím a prolínání těchto strategií.

Větší význam má členění hedgeových fondů co do aktiv, jež jsou předmětem jejich investičních strategií. Z tohoto pohledu dělíme hedgeové fondy na akciové, měnové, dluhopisové a jiné. Opět i zde však platí, že takto striktně na jeden typ aktiv orientovaných hedgeových fondů je spíše menšina. Podobně můžeme dělit hedgeové fondy i z hlediska trhů, na nichž investují, co do geografické polohy. Tak existují hedgeové fondy, jež se specializují na Evropu, USA, *emerging markets* i fondy globální.

---

<sup>12</sup> Fung, W., a D.A. Hsieh (1997) "Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds," *Review of Financial Studies*, ročník 10, str. 275-302.

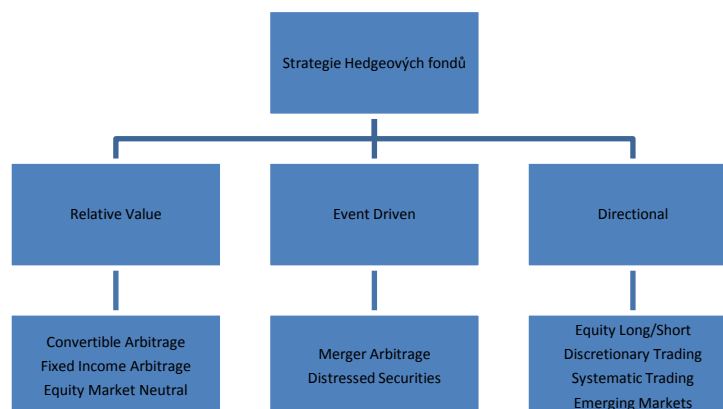
<sup>13</sup> Market neutral je strategie, která se snaží o eliminování, nebo alespoň zmenšení tržního rizika držním krátkých a dlouhých pozic proti sobě v poměru 50:50, kdy držená aktiva jsou ze stejného sektoru, průmyslu, země aj.

Jakákoliv klasifikace strategií, jež hedgeové fondy aplikují, je obtížná z toho důvodu, že tyto strategie podléhají v čase neustálým změnám, kteréžto záleží především na aktuální tržní situaci a na investičních příležitostech, jež manažer hedgeového fondu vycítí. Z tohoto důvodu neexistuje ani žádné zákonné či regulátorem určené rozdělení jednotlivých strategií, a tak jednotlivé zdroje uvádí různé počty těchto strategií. Například největší světová databáze hedgeových fondů, internetová stránka <https://www.hedgefundresearch.com/>, uvádí 30 strategií, zatímco jiné databáze uvádějí čísla odlišná<sup>14</sup>.

### 3.1 Základní dělení

Z těchto druhů je ovšem možno vyčlenit osm základních strategií, přičemž další typy strategií je vždy možno chápat jakožto určitou deviaci jedné z těchto osmi, nebo o kombinaci dvou či více z nich.

Tyto základní strategie můžeme rozdělit do tří skupin, na *Relative Value*, *Event driven* a *Directional* (AIMA'S ROADMAP, str. 65). Do skupiny *Relative Value* patří strategie *Convertible Arbitrage*, *Fixed Income Arbitrage* a *Equity Market Neutral*. Do skupiny *Event Driven* pak patří *Merger Arbitrage* a *Distressed Securities*. Poslední skupina *Directional* je pak tvořena strategiemi *Equity Long/Short*, *Discretionary Trading* a *Systematic Trading*. Pro větší přehlednost přikládám graf.



<sup>14</sup> Dle <http://www.iam.uk.com/press/lse-publications/An-Introduction-to-Hedge-Fund-Strategies.pdf>, [online], [cit. 2013-01-22]

Zdroj: Upraveno dle AIMA's Roadmap<sup>15</sup>

Jelikož podrobné rozebírání jednotlivých strategií není těžištěm této práce, uvedu zde v hrubých obrysech jen jejich zjednodušené charakteristiky. Poznání jednotlivých strategií hedgeových fondů je pak důležité z hlediska vhodnosti, účelnosti a možností právní regulace této oblasti.

Strategie *Convertible Arbitrage* záleží v tom, že manažer hedgeového fondu nakoupí konvertibilní dluhopisy, tedy dluhopisy, v nichž je inkorporováno právo směnit dluhopis za akcie dané společnosti v předem stanoveném poměru a zároveň nakoupí na krátko akcie téže společnosti, přičemž se snaží využít cenových neefektivit na jednotlivých trzích. Tato strategie je dnes nejtypičtějším příkladem strategie systematické.

*Fixed Income Arbitrage* je výše uvedené strategii podobná tím, že také využívá neefektivit trhu, co se týče ocenění dluhopisů nebo podobných instrumentů finančního trhu, ať už od privátních či veřejných vydavatelů.

*Equity Market Neutral* je klasickou strategií Jonesova typu a splňuje původní definici hedgeového fondu jakožto fondu zajištěného. Snahou této strategie je minimalizovat riziko, jež spočívá v nepředvídatelných pohybech trhu. Proto dochází k jistění dlouhé pozice pozicí krátkou. Akcie či jiné cenné papíry, jež slouží jako podkladové aktivum, se pak vyznačují určitou souvislostí, zpravidla jsou ve stejném průmyslovém odvětví a podobně. Tímto postupem dochází k eliminaci vlivu pohybů trhu a tato strategie se tak vyznačuje nejnižší korelací s trhem.

*Merger Arbitrage*, popřípadě jí příbuzná *Risk Arbitrage*, je jednou z *Event Driven* strategií. Zaměřuje se na vyhledávání příležitostí pro arbitráž, především při nepřátelských převzetích společností. Zjednodušeně řečeno jde o to, že při nabídkách převzetí je nabízena cena za akcii, jež je vyšší než hodnota, jíž akcie dosahovala na trhu. Manažer hedgeového fondu se snaží takovýchto příležitostí využít správným načasováním investice. Na této strategii je velmi dobře vidět, jakou hodnotu může mít včas získaná informace o nabídce převzetí a jakou roli zde může hrát *insider trading*, tedy zneužití informace v obchodním styku. Boj proti těmto praktikám je však velmi složitý a odhalit takovéto chování se povede v naprostém minimu případů.

---

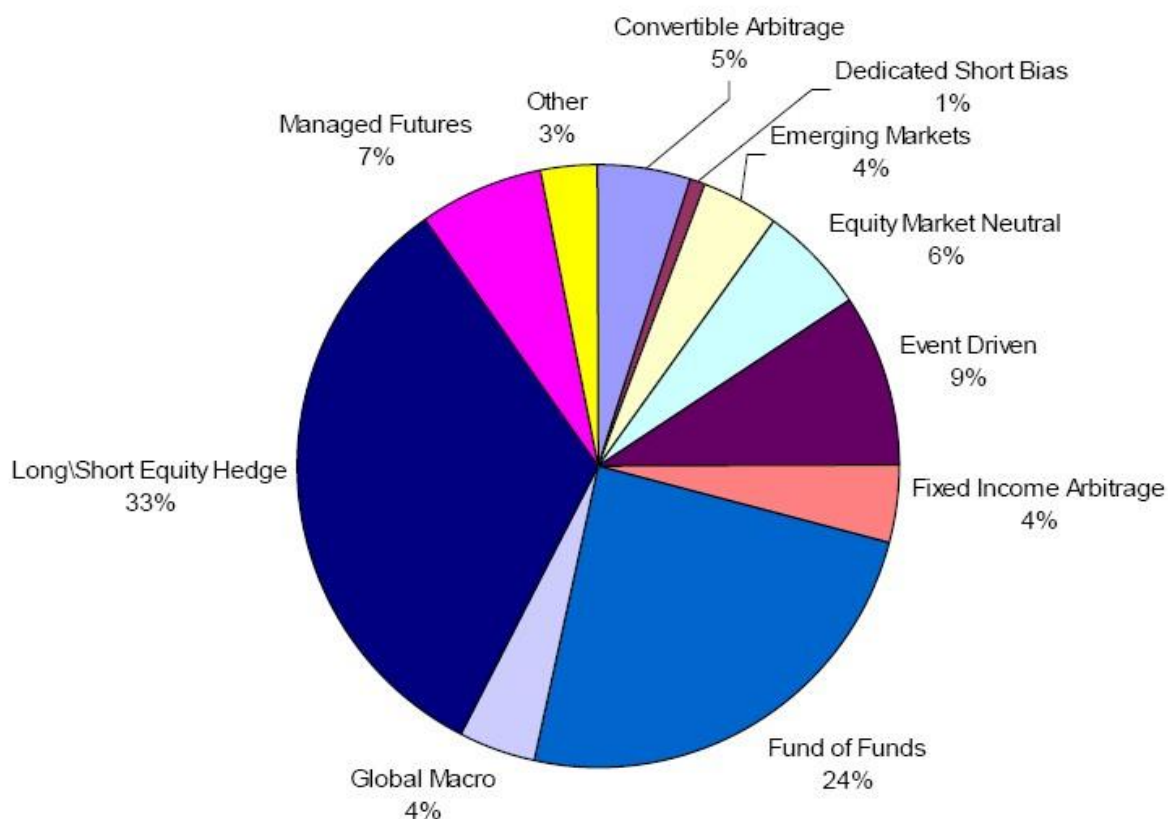
<sup>15</sup> Dostupné na <http://www.aima.org/en/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm> [online], [cit. 08/12/2013],

Pokud jde o strategii *Distressed Securities*, ta se soustředí na akcie či dluhopisy společností, jež právě procházejí určitým krizovým obdobím. Typicky jde o společnosti čelící hrozbě úpadku, restrukturalizaci, nebo například přírodní katastrofě. Existují v podstatě dva způsoby, kterak z této situace mohou hedgeové fondy profitovat. Buď spekulují na to, že dané akcie jsou podhodnocené a společnost danou krizí přežije, eventuálně, že ji hedgeový fond z této situace pomůže. Nebo soudí, že jsou akcie naopak nadhodnocené a následky budou pro společnost negativnější, než se předpokládá. V takovém případě pak nakoupí předmětné cenné papíry na krátko.

*Equity Long/Short* je strategie, jež může být na první pohled podobná strategii *Market Neutral*. Je tu ovšem ten rozdíl, že rozložení krátkých a dlouhých pozic zde není v poměru 50:50, ale mění se v ohledu na tom, jakým způsobem se pohybuje trh, a dochází tak k otevírání dlouhých pozic, pokud manažer předpokládá, že určité aktivum poroste a k otevírání pozic krátkých při spekulaci na pokles. *Shortování* zde tedy může, ale i nemusí sloužit k zajišťování.

Poslední dvě v tabulce uvedené strategie jsou charakterizovány výše. Obě spadají do kategorie *directional*, jinak též nazývané *Global Macro*. Manažer hedgeového fondu se při používání těchto strategií pokouší odhadnout budoucí vývoj akciových trhů, úrokových sazeb, měnových kurzů a komodit a spekulovat na očekávaný vývoj. Postupuje zpravidla tak, že informace získané na základě předvídaného makroekonomického vývoje se snaží aplikovat na jednotlivé cenné papíry a vstupovat podle toho do pozic.

V následujícím grafu je znázorněno zastoupení jednotlivých strategií v portfoliích hedgeových fondů.



Zdroj: Atanu hedge fund<sup>16</sup>

### 3.2 Shrnutí strategií

Z výše uvedeného výčtu, jež v žádném případě nemůžeme považovat za výčet vyčerpávající, jasně vyplývá, že hedgeové fondy netvoří žádnou homogenní strukturu a to, co platí pro jeden hedgeový fond rozhodně nemusí platit pro jiný. Tato rozdílnost hedgeových fondů představuje velký problém z hlediska jednotnosti jejich regulace a nabízí se tak otázka, zda je možno regulovat tuto oblast jako celek, či zda je nutno regulovat jednotlivé strategie a nástroje, jež hedgeové fondy používají.

<sup>16</sup> MALKIEL , Burton, SAHA, Atanu. Hedge funds : risk and reurn. [online]. 2004 [cit. 2013-02-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.iamgroup.ca/eduCentre/articles/Hedge%20Funds%20%20Risk%20&%20Return.pdf>>

## 4 Právní úprava hedgeových fondů v právních rádech jednotlivých zemí

### 4.1 Spojené státy americké

Jak jsem uvedl v kapitole věnující se historii hedgeových fondů, mají tyto svůj původ v USA. Proto se zde budu na prvním místě věnovat jejich úpravě v americkém právním řádu.

Základní struktura hedgeových fondů sestává ze dvou subjektů. Prvním z těchto subjektů je vlastní hedgeový fond, který má ve vlastnictví aktiva, jež slouží k účelu investic. Druhým subjektem je poté manažer hedgeového fondu, jež se stará o strategii hedgeového fondu a jeho denní chod. Je důležité si uvědomit, že hedgeové fondy mohou ve Spojených státech amerických nabývat více právních podob, přičemž tyto podoby se liší především s ohledem na současné a potenciální investory a lokaci těchto fondů. V USA tak teoreticky existuje pět legislativních podob, jež si blíže rozebereme v dalším textu. Manažer hedgeového fondu se tedy musí nejprve rozhodnout, v jaké formě bude hedgeový fond zřízen. Zákonné varianty, jež jsou mu nabízeny jsou následující:

#### 4.1.1 Korporace dle podkapitoly C, nebo S

Dělení na takzvané *Subchapter S a C Corporations* vychází z federálního zákona o dani z příjmů<sup>17</sup>. *C Corporation* se liší od *S Corporation* tím, že její příjmy jsou daněny odděleně od příjmů jejich vlastníků, zatímco u *S Corporation* dochází ke zdanění společnému. Tyto subjekty však nejsou z praktických důvodů většinou pro účely hedgeových fondů používány. *C Corporation* se ukazuje jako nevhodná z důvodu vysoké korporátní daně a také dvojitého zdanění, když je zdaněn i dividendový příjem jejich akcionářů. U *S Corporation* je situace odlišná a může tak naplňovat účel takzvané *pass-through entity*, což je subjekt, u kterého jsou daně placeny investory fondu, a ne fondem samotým (JAEGER, str. 182). Proti využití této legislativní možnosti ovšem

---

<sup>17</sup> <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/1361>, [online], [cit. 2012-10-29]

stojí fakt, že počet a právní status investorů je ze zákona limitován, když se jimi mohou stát pouze fyzické osoby a určité druhy fondů. Blíže je toto vymezeno v nařízeních IRS, tedy *Internal Revenue Service*.<sup>18</sup>

#### 4.1.2 Investiční společnost

Hedgeové fondy mohou nabývat i formy investiční společnosti, tedy *Investment Company*, jež podléhají pravomoci regulátora SEC (*Securities and Exchange Commission*). Pro tuto možnost znovu hovoří zejména daňové důvody, kdy tyto společnosti nepodléhají zdanění na korporátní úrovni. Ovšem tato možnost je znovu spíše minoritní z důvodu omezených možností co do investičních strategií, jež může manažer fondu používat a také z důvodu velkého množství předpisů, jež regulují jejich činnost. Tato entita tak zůstává především doménou klasických podílových fondů.

#### 4.1.3 *Limited Partnership*

Hedgeový fond také může nabývat podoby *Limited partnership*, což je struktura podobná komanditní společnosti v právu českém, kdy jeden z partnerů je takzvaný *General Partner*, jež je osobně odpovědný za závazky společnosti a společnost řídí. Ostatní jsou pak *Limited Partners*, kteří nejsou osobně odpovědní, ale také nemohou činit určité manažerské úkony. Podrobně je tato struktura, včetně odchylek z této základní premisy, upravena v *Revised Uniform Limited Partnership Act*<sup>19</sup>. Je nutno poznamenat, že valná většina hedgeových fondů je organizována jako *Limited Partnerships*. Důvodem pro volbu této možnosti je především fakt, že tento subjekt může být užíván jako *pass-through entity*. To v praxi znamená, že partneři nemusí čelit dvojitému zdanění svých příjmů, jelikož ke zdanění dochází pouze na úrovni partnerů, nikoliv společnosti samé. Dochází zde tedy jen ke zdanění podílu na zisku, jež je rozdělen mezi společníky (partnery). Tito ho posléze daní na svých osobních daňových přiznáních. Výjimkou z tohoto systému zdanění je případ, kdy je takováto společnost veřejně obchodovaná. V tomto případě podléhá stejnému zdanění jako korporace dle podkapitoly C (DÍAZ, str. 266).

<sup>18</sup> Více na <http://www.irs.gov/businesses/small/article/0,,id=98263,00.html>, [online], [cit. 2012-09-27]

<sup>19</sup> Dle <https://www.law.upenn.edu/library/archives/ulc/>, [online], [cit. 2012-09-27]

#### 4.1.4 *Limited Liability Company (LLC)*

*Limited Liability Company* je společnost, jež v sobě spojuje prvky společnosti kapitálové i osobní. Společníci neručí svým osobním majetkem za závazky společnosti, ale na druhou stranu ani nedaní své příjmy na úrovni společnosti, nýbrž až na úrovni společníků, což znamená, že i tuto právní strukturu lze použít jako *pass-through entity*<sup>20</sup>. V některých státech ovšem může tato forma podléhat dalšímu zdanění.

#### 4.1.5 Místo registrace fondu

Po rozhodnutí o právní formě hedgeového fondu následuje další rozhodnutí, které je z hlediska budoucího fungování hedgeového fondu, jeho atraktivity, potažmo i výnosnosti, svou důležitostí blízké rozhodnutí o právní formě fondu, a to sice rozhodnutí o místě registrace hedgeového fondu.

Typicky jsou tak hedgeové fondy registrovány ve státu Delaware nebo jiných státech (především společnosti sídlící v Silicon Valley mají většinou svůj domicil v Kalifornii či Nevadě), jejichž právní úprava v mnoha aspektech vychází vstříc podnikatelským subjektům a jejichž soudy se vyznačují propracovanou judikaturou, pokud jde o řešení korporátních věcí. Tyto subjekty tak posléze budou mít svůj domicil, tedy status rezidenta v té které jurisdikci, ve státu Delaware či jemu podobných, což bude v praxi nejčastěji naplněno tím, že v tomto státě budou mít svou korespondenční adresu, na níž bude sídlit obchodní společnost, jež bude pro hedgeový fond zařizovat poštovní agendu a poskytování sídla, jak to známe i z české praxe (NAVENDU, str. 7). Samotná činnost hedgeového fondu bude ovšem probíhat v jiném státě, protože státní právo státu Delaware uvaluje na *Limited Liability Companies* a *Limited Partnerships* korporátní daně, a docházelo by tak ke dvojímu zdanění.

Samotná činnost hedgeového fondu tak bude probíhat ve státech, jejichž daňové právo umožňuje používat tyto subjekty jakožto *pass-through entities*, čímž dojde k zamezení dvojího zdanění a zároveň právní řád těchto států nevyžaduje, aby se fond registroval jako investiční poradce nad rámec případů, kdy je tato registrace vyžadována

---

<sup>20</sup> Více na [http://www.irs.gov/Businesses/Small-Businesses-&Self-Employed/Limited-Liability-Company-\(LLC\)](http://www.irs.gov/Businesses/Small-Businesses-&Self-Employed/Limited-Liability-Company-(LLC)), [online], [cit. 2012-09-21]



na federální úrovni přímo SEC, tedy *Securities and Exchange Commission*. Takovými státy jsou například Connecticut nebo stát New York (DÍAZ, str. 266).

#### 4.1.6 Vnitřní fungování fondu a důvody pro domicilaci

Jak bylo již výše zmíněno, většina hedgeových fondů existuje v právní formě *Limited Partnership*. Výhodou této formy je, že sestává ze dvou typů partnerů, kteří se navzájem liší svými právy a povinnostmi, a to sice Hlavního partnera (*General Partner*) a Vedlejších partnerů (*Limited Partners*). Hlavním partnerem je v této struktuře manažer hedgeového fondu, který nejčastěji nabývá formy *Limited Liability Company*, dle práva státu Delaware. Vedlejším partnerem je poté vlastní hedgeový fond, ve formě *Limited Partnership*.

Vnitřní vztahy subjektu, jež působí jako Hlavní partner, jsou poté uspořádány dle *private operating agreement*, tedy určité společenské smlouvy, jež je podepsána všemi partnery *Limited Liability Company*. V ní jsou upravena především volební práva a rozdělení podílu na zisku. Dále obsahuje jména osob, jimž jsou udělena jednatelská oprávnění, rozsah těchto oprávnění a další skutečnosti důležité pro chod společnosti. Právo státu Delaware narozdíl od našeho práva nevyžaduje, aby byly tyto dokumenty zveřejněny, takže zůstávají soukromé.

Mezi důvody, které vedou manažery k usazování hedgeových fondů do státu Delaware patří i velmi jednoduchá, rychlá a efektivní registrace společností, kdy pro založení jak *Limited Partnersip*, tak *Limited Liability Company* postačí vyplnění jednoduchého, v podstatě jednostránkového, dokumentu - *Certificate of Limited Partnership*, respektive *Limited Liability Company Certificate of Formation*, který je volně dostupný na internetových stránkách státu Delaware<sup>21</sup>. Po vyplnění tohoto formuláře se vzniklá společnost přihlásí prostřednictvím formuláře SS-4 k platbě daně, čímž je celý proces v podstatě vyřízen. Tyto detaily zde uvádím především proto, že je z nich patrné, že v rozhodování, kde usadit hedgeový fond, potažmo jakoukoliv společnost, hrají svou roli nejen důvody čistě daňové, ale v poměrně velké míře i přehlednost, stálost a vstřícnost legislativy, jež se týká registrace a fungování těchto společností.

---

<sup>21</sup> Na <http://corp.delaware.gov/llcform09.pdf>, [online], [cit. 2012-09-21]

Dalším důvodem, proč se hedgeové fondy rozhodují pro domicil v Delaware je judikatura zdejších soudů týkající se odpovědnosti *Limited Partners*, která jim poskytuje vysokou ochranu. Hlavním partnerem v *Limited Partnership* je *Limited Liability Company*, která je sama o sobě odpovědná za své závazky pouze do výše majetku společnosti. Tato zákonná úprava platí prakticky ve všech ostatních státech, ovšem Delaware má nejbohatší sbírku judikatury, jež ochraňuje korporátní subjekty a zaručuje jim tuto omezenou odpovědnost v nejvyšší možné míře.

Samotné zdanění této struktury, která má domicil v Delaware, ale činnost vyvíjí v jiném státě, probíhá následně. Hlavní partner, tedy *Limited Liability Company* není ve státu Delaware daněn, neboť tam nevykonává činnost. Ve státě, v němž tato struktura (tedy *Limited Liability Company* a *Limited Partners*) fakticky vykonává činnost poté není povinnost platit daň z příjmů právnických osob. Dochází tedy pouze ke zdanění příjmů fyzických osob - partnerů, kteří mají trvalé bydliště v tomto státě (NAVENDU, str. 8).

K tomu, aby mohl začít hedgeový fond vykonávat svou činnost, si musí ještě zřídit bankovní účet jak pro LLC, tak i LP a účet u brokera pro LP.

Vlastní vnitřní fungování hedgeového fondu na každodenní bázi je poté typicky zajištěno tak, že v *limited partnership agreement* je inkorporována plná moc, na jejímž základě je uděleno právo Hlavnímu partnerovi (LLC), aby činil obchodní a účetní záležitosti. Hlavní partner poté udělí substituční plnou moc se stejným obsahem svým manažerům, popřípadě členům.

Můžeme tedy shrnout, že hedgeové fondy jsou nejčastěji organizovány ve formě *Limited Partnership*, kde Hlavním partnerem a zároveň manažerem fondu je hlavní organizátor, historicky tedy například A.W.Jones. Hlavní partner nese osobní odpovědnost za případnou ztrátu fondu, ale tato osobní odpovědnost je v praxi vyloučena tím, že Hlavním partnerem bývá *Limited Liability Company*. Osoby, jež jsou odpovědné za vlastní rozhodování a investiční strategie, jsou zaměstnanci Hlavního partnera, tedy manažeři fondu, a nejsou tak osobně odpovědní za ztrátu společnosti. Hlavní partner obvykle vkládá do hedgeového fondu peněžní prostředky. Případy, kdy tyto jím vložené prostředky tvoří převážnou část kapitálu, jež má hedgeový fond k dispozici, jsou ovšem marginální. Úloha Hlavního partnera spočívá především v tom,

že inkasuje poplatky za správu portfolia a za výkon od Vedlejších partnerů, kteří do fondu vkládají podstatnou část peněžních prostředků.

*Limited partners*, Vedlejší partneři, nenesou za závazky fondu žádnou osobní odpovědnost, a nemohou tedy ztratit více, než do fondu vložili. Poplatky z objemu vložených prostředků a z výkonu jsou posléze odečítány ze zisku Vedlejších partnerů.

#### **4.1.7 Feeder Funds**

Z důvodů daňové optimalizace a ochrany soukromí investorů dochází i k zakládání struktur, jež se souhrnně nazývají *feeder fund*. *Feeder fund* je investičním fondem, jež má svůj domicil a je zaregistrován v jiném státě, než jsou Spojené státy americké. Typicky se jedná o některý ze států karibské oblasti, jež jsou známy jako takzvané daňové ráje, anglicky *tax havens*. Ve velké většině se jedná o bývalé britské kolonie jako Bermuda, Britské Panenské Ostrovy nebo Kajmanské Ostrovy (NAVENDU, str. 14). Tyto země jsou atraktivní nejen z důvodu vynětí příjmů ze zdanění, ale především poskytují díky své koloniální minulosti (u některých z nich i přítomnosti) přehledný právní systém, jež je příbuzný právu americkému a vychází ze stejných institutů, což případným investorům velmi zjednodušuje administrativu a poskytuje dostatečnou právní jistotu.

Příbuznost, přehlednost, efektivnost a stálost právního řádu, současně s vysokou mírou vymahatelnosti práva je velmi důležitým bodem, jež odlišuje karibské daňové ráje od zemí, jež si v současné a budoucí době chtějí také ukousnout z koláče zahraničních investic, avšak kromě daňových zvýhodnění nejsou prozatím schopny nabídnout investorům příslušnou právní infrastrukturu a právní jistotu. Tito „nováčci“, jež se rekrutují zejména z oblasti Středního Východu, například Dubaj nebo Tichomoří (Singapur), tak budou mít z tohoto hlediska pozici ztíženou.

Pokud se vrátíme k podstatě *feeder funds*, umožňují tyto svým investorům vyhnout se kontrolám a vůbec zájmu ze strany IRS (*Internal Revenue Service*), neboť tato nevyžaduje u cizích fondů jména jejich partnerů, postačí jí pouze jméno fondu. Anonymita skutečných investorů je tak zaručena, narozdíl od situace, kdy by byl fond registrován v USA a IRS by tam byla oprávněna požadovat jména partnerů.

*Feeder* fond slouží, jak již napovídá jeho název, jakožto „krmítko“ pro fond americký, kdy tomuto poskytuje kapitál k investování.

#### **4.1.8 *Private placement memorandum***

Poté, co dojde k založení některé z těchto forem, je třeba vydat dokument, jež je pro budoucí fungování hedgeového fondu velmi důležitý, a to sice *Private placement memorandum* (PPM). Ačkoliv zde ze strany regulatorních orgánů nejsou specifické požadavky na obsah tohoto dokumentu, je možno se z něj většinou dozvědět, jaké strategie bude manažer používat, do čeho bude investovat, kdy se může od strategií odchýlit atd. Strategie a možnosti odchýlení se od nich bývají vymezeny co nejdříve, tak aby měl manažer volné ruce. PPM také obsahuje kritéria pro vstup investora do tohoto fondu, jako například nejnížší výši investice. Tento dokument může být pro některé investory nahrazen takzvaným *side letter*, ve kterém jsou investiční podmínky upraveny odlišně. Například je stanovena jiná, pro investora výhodnější poplatková struktura, zvýšení likvidity (tedy to, že si investor může vloženou investici vybrat dříve), popřípadě v něm může být „doložka nejvyšších výhod“, což znamená, že tento investor bude mít vždy nejlepší podmínky ze všech investorů.

V praxi se *side letters* užívají především pro velké institucionální investory, například penzijní fondy. Jak je z tohoto vymezení patrné, pohybuje se tu manažer hedgeového fondu na tenkém ledě legality, který se pod ním proboří v případě, že zvýhodní jednoho investora na úkor práv druhého.

## **4.2 *Offshoreové fondy***

Druhým způsobem, kterak jsou ve Spojených státech amerických zakládány hedgeové fondy, je založení této struktury v jiném státě, tedy takzvaně *offshore*. Offshorový fond je vžitý termín pro hedgeový fond, jež má své sídlo mimo jurisdikci, ať už americkou či evropskou, v níž musí hedgeové fondy platit vysoké daně. Takováto jurisdikce se pak dále vyznačuje svým přátelským vztahem k zahraničním investorům a jejich kapitálu a také přehledností svého právního systému, jež je často dědictvím kolonialismu, jak již bylo zmíněno výše.

Nejoblíbenější destinací k usazení offshoreového hedgeového fondu jsou Kajmanské ostrovy<sup>22</sup>. Výhodou této země je neexistence daně z příjmu právnických osob a také to, že se řídí právním řádem Spojeného Království, neboť patří mezi zámořská teritoria (*overseas territories*) Velké Británie.

#### 4.2.1 Organizace a struktura offshoreového fondu

Bavíme-li se o struktuře a organizaci offshoreového fondu, je třeba si uvědomit, že kolik je zemí, v nichž může být takováto entita registrována, tolik je i různých variant struktur. Ovšem vzhledem k příbuznosti právních systémů, v nichž mají offshoreové fondy svá sídla nejčastěji, lze uvést základní charakteristiky těchto struktur.

Bývalá a současná zámořská teritoria Spojeného království nabízejí v zásadě tři možnosti, kterak hedgeový fond zřídit, přičemž o volbě mezi těmito možnostmi rozhoduje především početnost budoucí klientely a velikost hedgeového fondu.

První z možností je založení *Company*, tedy prosté obchodní společnosti. Této volbě nahrává především velmi nízká míra regulace a povinností, jež musí zakladatel splnit. Nevýhodou zde ovšem je, že k rozdělení zisku v takovéto společnosti dochází ze zákona formou dividend na akcii. V případě hedgeového fondu by tak docházelo k situaci, kdy by manažer nemohl inkasovat poplatky za výkonnost a správu fondu. Tento právní stav by tedy musel nutně být zohledněn ve stanovách společnosti tím způsobem, že by se vytvořily dvě třídy akcionářů, respektive akcií, z nichž s jednou třídou akcií by bylo spojeno právo požadovat poplatek za správu fondu, a s druhou naopak tomu odpovídající povinnost. Z výše uvedeného je patrné, že tato entita se hodí spíše pro menší skupiny investorů (početně i kapitálově), kteří si chtějí rozdělit zisk podle počtu akcií společnosti, jež jsou v jejich vlastnictví.

Více jsou v praxi uplatňovány zbylé dvě možnosti, a to sice *mutual fund* (podílový fond) a *Limited Partnership*. Prvně zmíněný typ je sice více regulován, ale ani tato zvýšená regulace se nepřibližuje míře regulace v USA, kterou někteří autoři považují za až svazující (NAVENDU, str. 16). Výhodou těchto entit je jednoduchost platby poplatků manažerům fondu.

---

<sup>22</sup> Dle The CityUK, Principal Market Series Hedge Funds May 2011, Dostupné na WWW: <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Hedge-funds-2011.pdf>, [online], [cit. 2012-09-25]

Tyto daňové ráje posléze vydělávají na přítomnosti těchto fondů především dvojím způsobem. Jednak shromažďují poplatky za přihlášení těchto společností k registraci a za každoroční finanční výkazy a jednak požadují u větších společností každoroční audit na auditorem sídlícím na svém území, což přináší nová pracovní místa.

Výhodou offshorového hedgeového fondu je anonymita jeho skutečných vlastníků. Pokud takovýto fond vyvíjí svou činnost na území USA, děje se tak pouze prostřednictvím v USA sídlící brokerské společnosti, u níž má tento fond zřízen svůj účet. Subjektem daně je poté tato brokerská společnost a mezi IRS a offshoreovým fondem tedy nevzniká žádný přímý vztah, což se odráží i v jednodušší administrativě hedgeového fondu<sup>23</sup>.

Pro vlastníky akcií a vedlejší partnery takto zřízeného hedgeového fondu jsou zde však i jisté nevýhody, spočívající především v nižší míře ochrany před případnými podvody, než by jim byla poskytnuta ve Spojených státech. Tyto destinace jsou často zneužívány podvodníky různého kalibru, kteří spatřují svou šanci v tom, že je daňové ráje nemusí vydat do země jejich původu, respektive tedy do země, kde spáchali daný zločin.

### **4.3 Regulace hedgeových fondů v USA**

Před vydáním *Dodd-Frank act* v roce 2010 se na úpravu oblasti hedgeových fondů vztahovaly, nebo zčásti vztahovaly čtyři klíčové legislativní dokumenty, které byly přijaty ve třicátých a čtyřicátých letech 20.století. Úprava se týkala především dovoleného počtu investorů v těchto fondech, náležitostí, které musí tito investoři splnit, jakož i cest, jakými mohou být investoři hedgeovými fondy oslovováni. Těmito čtyřmi dokumenty byly *Securities Act* z roku 1933, *Securities Exchange Act* z roku 1934, *Investment Company Act* z roku 1940 a konečně *Investment Advisers Act*, též z roku 1940. Tyto dokumenty se v různých bodech překrývaly, v jiných bodech naopak legislativa chyběla a tohoto stavu hedgeové fondy v hojně míře využívaly. Pro dobré porozumění legislativní úpravě regulace hedgeových fondů je důležité si jednotlivé dokumenty podrobněji rozebrat.

---

<sup>23</sup> Dle <http://www.irs.gov/Individuals/International-Taxpayers/Withholding-Agent>, [online], [cit. 2012-09-25]

### 4.3.1 *The Securities Act*

Jádrem tohoto zákona je úprava nabídky cenných papírů veřejnosti. Zákon stanovuje, že nabízení cenných papírů má sloužit především k zajištění kapitálu pro společnost. Tato nabídka ovšem musí splňovat určitá kritéria z hlediska poskytování informací o daných cenných papírech potenciálním investorům z řad veřejnosti. Konkrétně je tento požadavek upraven v sekci páté tohoto zákona, v níž je stanoven výslovný zákaz nabízení či prodeje cenných papírů, jež nejsou zákonným způsobem registrovány, nebo prodej takovýchto cenných papírů bez zveřejnění či zpřístupnění prospektu obsahujícího zákonem stanovené informace o daném cenném papíru<sup>24</sup>.

Z tohoto se nám tedy může jevit, že hedgeové fondy, jež nabízejí členství v *Limited Partnership*, popřípadě *Limited Liability Company*, formou nákupu cenných papírů těchto subjektů spadají pod režim sekce páté *Securities Act* a tedy takto nabízené cenné papíry podléhají registraci. Není tomu ovšem tak, jelikož tento předpis uvádí řadu výjimek, jichž mohou hedgeové fondy využít.

Jednu z případných výjimek z režimu sekce páté nabízí sekce čtvrtá, která umožňuje vyhnout se registraci či vydávání prospektu daného cenného papíru, pokud jsou informace zákonem pro prospekt vyžadované dostupné adresátovi takovéto nabídky (2003 HEDGE FUND REPORT). Tato výjimka však v praxi není hedgeovými fondy příliš využívána, neboť je poměrně složité zaručit, že všichni adresáti nabídky budou mít k dispozici kvalitativně stejné dokumenty a informace, jež by museli dostat podle sekce páté. Využívána je v praxi jiná výjimka a to sice v § 230.506 *Regulation D*<sup>25</sup>. Toto ustanovení umožňuje nabízet cenné papíry bez nutnosti registrace a vydání prospektu, pokud vydavatel nezíská více jak 35 kupujících, kteří nejsou *accredited investors*<sup>26</sup> (subjekty vymezené v § 230.506 *Regulation D*, například se jedná o banky, jednotlivce s vysokým příjmem atd.), a pokud zároveň nebude nabízet předmětné cenné papíry veřejně.

Největším úskalím při využití této výjimky je pak pro hedgeové fondy poslední z těchto požadavků, jelikož je nutno velmi pečlivě hlídat, zda nedojde k nabídce cenných papírů veřejnosti například při rozhovoru manažera pro hromadné sdělovací

<sup>24</sup> Dle <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, § 5(a)-5(c), [online], [cit. 2012-09-24]

<sup>25</sup> Více na <http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>, [online], [cit. 2012-09-24]

<sup>26</sup> Více na <http://www.sec.gov/answers/accred.htm>, [online], [cit. 2012-09-24]

prostředky nebo prostřednictvím internetu. K využití této výjimky dochází hlavně z toho důvodu, že pokud je hedgeový fond zaměřen pouze na *accredited investors*, popřípadě na méně jak 35 ostatních, „nekvalifikovaných“ investorů a neinzeruje nabídku cenných papírů veřejně, pak již tato výjimka nestanovuje žádné jiné požadavky, například co se týče nejvyšší možné sumy, jež může být do fondu investována (SAMI, str. 279).

#### **4.3.2 *The Securities Exchange Act***

Tento zákon požadoval, aby se každý subjekt, jež obchoduje s cennými papíry nebo cenné papíry nakupujícím nabízí, registroval u *Securities and Exchange Commission*. Hedgeové fondy se této registraci vyhýbaly za využití výjimky podle sekce dvanácté tohoto dokumentu, jež umožňovala vyhnout se registraci, pokud cenné papíry hedgeového fondu nemá v držení více než 500 osob. V praxi tedy u velkých hedgeových fondů docházelo k tomu, že po vyčerpání dovoleného počtu investorů (tedy pokud měl fond 499 investorů) byl založen fond další.

#### **4.3.3 *The Investment Company Act***

Podle tohoto zákona se musí u SEC registrovat každá investiční společnost, nebo společnost, jež sdružuje investory za účelem vytvoření investičního *poolu*. Všechny hedgeové fondy by se tak musely registrovat, avšak i tento zákon povoloval z této povinnosti výjimky. Podle §3, písmena c, odstavce 1 neměly povinnosti se registrovat investiční společnosti, jež nenabízejí své cenné papíry veřejně a nemají více jak 100 investorů. V tomto případě šlo o investory - fyzické osoby. Pokud totiž byla investorem právnická osoba, musela investiční společnost zjistit, kdo je skutečným investorem, tedy kdo tuto právnickou osobu vlastní.

Důležitá byla i výjimka v §3, písm. c, odst. 7, podle níž registraci u SEC nepodléhal vydavatel cenného papíru, pokud tento cenný papír nebyl nabízen veřejně a pokud tento cenný papír drží nebo nakupují pouze *qualified purchasers*, tedy kvalifikovaní investoři. Definice těchto investorů se nalézají na jiném místě *The*



*Investment Company Act*, v § 2, písm. a, odst. 51A<sup>27</sup>, kdy jako kvalifikovaný je označen ten subjekt, který vlastní minimálně 5 milionů dolarů v investicích. Logika, jíž se toto ustanovení řídí je taková, že pokud již je investor dostatečně bohatý, zřejmě dovede sám ohodnotit, jak riskantní je daná investice, nebo dovede unést případnou ztrátu z této investice.

#### **4.3.4 The Investment Advisers Act**

Tímto zákonem byla investičním poradcům stanovena povinnost registrovat se u SEC a postupovat v souladu se zákonem stanovenými pravidly chování. Smyslem tohoto požadavku je znovu ochrana investorů, a to jednak před nekalými obchodními praktikami investičních poradců, popřípadě před jejich úpadkem. Investiční poradce je definován v § 2, písm. a, odst. 11 jako každý, kdo pravidelně a za úplatu poskytuje, ať už bezprostředně či prostřednictvím odborných článků či publikací, rady týkající se investic do cenných papírů, nebo kdo vydává analýzy či zprávy týkající se cenných papírů<sup>28</sup>.

Tento zákon pak dává SEC pravomoci kontrolovat účetní knihy a záznamy investičních poradců, vyžadovat od nich informace týkající se jejich činnosti nebo stanovit maximální výši poplatků, jež si tito mohou účtovat. Aby se hedgeové fody vyhnuly těmto požadavkům využívaly výjimky, jež jim byla poskytnuta paragrafem 203, písm. b a omezovala tuto registraci jen na subjekty, které měly 15 a více klientů v předchozích dvanácti měsících a nabízely své služby veřejně.

Až do roku 2004, kdy došlo k novelizaci tohoto ustanovení (důvody a zamýšlený účel této novelizace velmi podrobně a výstižně popisuje komise *Securities and Exchange Commission* v důvodové zprávě, která je volně dostupná na <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm> a mohla by dle mého názoru sloužit mnoha regulátorům k inspiraci, jak důvodové zprávy koncipovat), mohli manažeři hedgeových fondů toto ustanovení obcházet tím způsobem, že každý fond považovali za jednoho klienta a nezjišťovali, kolik klientů jednotlivé fondy mají.

---

<sup>27</sup> Více na <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>, [online], [cit. 2012-09-28]

<sup>28</sup> Více na <http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>, [online], [cit. 2012-09-28]

### 4.3.5 Změny tohoto stavu

Hedgeové fondy tak po dlouhou dobu unikaly zostřené pozornosti ze strany regulátora. Tento stav dostal změny především po roce 1998, kdy došlo k pádu jednoho z největších hedgeových fondů své doby, společnosti Long Time Capital Management (LTCM). LTCM byl fondem, který se specializoval na makro strategie, především na rozvíjejících se finančních trzích. Hlavním předmětem jeho činnosti bylo vyhledávat příležitosti k arbitráži na dluhopisových trzích, přičemž vycházel z premisy, že hodnoty výnosů dluhopisů USA a dluhopisů rozvíjejících se zemí se budou trvale sblížovat. Tato strategie velmi dobře fungovala a to až do roku 1998, kdy došlo k velké finanční krizi v Rusku, jež bohužel pro LTCM znamenala ztrátu poptávky po ruských dluhopisech, což vedlo k tomu, že LTCM ztratila polovinu hodnoty svého kapitálu a musela být zachráněna FEDem (*Federal Reserve Bank of New York*), aby nedošlo k ohrožení stability celosvětového dluhopisového trhu (SAMI, str. 286)

Ačkoliv byl LTCM nakonec zachráněn, regulátoři si začali uvědomovat, že vysoká finanční páka, jež hedgeové fondy používají, společně s netransparentností jejich operací na finančních trzích, může znamenat destabilizaci těchto trhů. Centrální banky, vnitrostátní regulátoři i ad hoc sestavené mezinárodní komise začali vypracovávat studie, jejichž účelem bylo zjistit, zda a do jaké míry hedgeové fondy představují ohrožení pro finanční trhy<sup>29</sup>. Velká část těchto studií měla za to, že je zde potřeba zvýšit počet informací, jež jsou hedgeové fondy povinny zveřejňovat a také zvýšení transparentnosti jejich operací<sup>30</sup>.

Jedním z následků pádu LTCM bylo i vydání již zmíněné novelizace *The Investment Advisors Act* v roce 2004, podle něž měly hedgeové fondy povinnost registrovat se u SEC jako investiční poradci. Tato novelizace ovšem vzbudila značné kontroverze, neboť po hedgeových fondech vyžadovala uchovávání a zveřejňování velkého množství informací, vypracování etického kodexu, jakož i vyplňování velmi obsáhlého formuláře ADV<sup>31</sup>. Kromě toho se hedgeové fondy samozřejmě mohly stát

---

<sup>29</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM, REPORT OF THE WORKING GROUP ON HIGHLY LEVERAGED INSTITUTIONS (2000), Dostupné na WWW:[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0004a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004a.pdf) [online], [cit. 2012-09-29]

<sup>30</sup> COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP, IMPROVING COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT PRACTICES (1999), Dostupné na WWW: <http://archives.financialservices.house.gov/banking/62499crm.pdf>; [online], [cit. 2012-09-29]

<sup>31</sup> Dostupný prostřednictvím <http://www.sec.gov/answers/formadv.htm>, [cit. 2012-09-29]

předmětem inspekce ze strany SEC. Vyvrcholením těchto sporů se stala soudní pře Goldstein proti SEC u *Court of Appeals for the D.C. Circuit*.

#### **4.3.6 Goldstein vs. SEC**

Investičně - poradenská společnost Goldstein zastávala názor, že SEC v této novelizaci nesprávně použil extenzivního výkladu pojmu klient, když pod tento pojem subsumoval i jednotlivé klienty fondů, přičemž tradičně byl jako klient pro účely *The Investment Act* chápán pouze samotný investiční fond. SEC tomuto názoru oponovala, když argumentovala tím, že *The Investment Act* pojem klient blíže nevymezuje, a je tak v pravomoci SEC tento pojem blíže vyložit. Soud judikoval ve prospěch společnosti Goldstein, když uvedl, že fakt, že *The Investment Act* blíže nekonkretizuje pojem klient nedává SEC pravomoc obsah tohoto pojmu blíže vymežit a za použití historického výkladu došel k tomu, že intencí kongresu při schvalování *The Investment Act* bylo chápat pojem klient jakožto investiční společnost samu. SEC se proti tomuto rozsudku neodvolal, a tak byla tato novelizace soudem zrušena, když soud ve svém rozhodnutí mimo jiné uvedl, že takováto praxe SEC je nahodilá, nekonceptní a vytváří nejistotu<sup>32</sup>.

#### **4.3.7 Best practices report**

Poptávka po zvýšení regulace však neutuchala, což vedlo k vydání *Best Practices reportu President's Working Group on Financial Markets*, což byl nezávazný dokument, který obsahoval doporučené postupy jednak pro investory, jednak pro manažery hedgeových fondů, ale i pro regulátory. Tento dokument byl ovšem nezávazný a obsahoval pouhá doporučení vhodného chování. Tomu odpovídala i jeho dikce, kdy obecné fráze převažovaly nad konkrétními doporučeními (HUNT, str.6).

---

<sup>32</sup> 32 „*The Hedge Fund Rule only exacerbates whatever problems one might perceive in Congress's method for determining who to regulate. The Commission's rule creates a situation in which funds with one hundred or fewer investors are exempt from the more demanding Investment Company Act, but those with fifteen or more investors trigger registration under the Advisers Act. This is an arbitrary rule.*”

### 4.3.8 *Dodd-Frank Act*

Významným se tak stal až další dokument, jehož přijetí uspíšila finanční krize v roce 2008 a role hedgeových fondů v ní. Tímto dokumentem byl takzvaný *Dodd-Frank Act* přijatý v roce 2010. Významnou pro hedgeové fondy byla pak především jeho část čtvrtá, nazvaná *Private Fund Investment Advisers Registration Act*. Tímto předpisem došlo k novelizaci *The Investment Act* a k zavedení povinnosti registrace hedgeových fondů u SEC a rozšíření okruhu informací, týkajících se jejich obchodování a portfolií, jež musí fondy nahlašovat (§ 408, DODD-FRANK ACT). Tyto povinnosti se týkají hedgeových fondů, jež hospodaří s více jak 150 miliony dolary (*Assets under management*). *Dodd-Frank act* svěřuje SEC pravomoc stanovit pravidla pro registraci a hlášení informací o činnosti fondů, jež dříve registraci nepodléhaly. Za pomoci těchto nově získaných informací má tak SEC podle zákonodárce lépe zabraňovat finančním podvodům, legalizaci výnosů z trestné činnosti a zavčas odhalovat potenciální systémová rizika.

Právě hledisko systémového rizika a jeho eliminace hrálo při této novelizaci podstatnou roli, když manažeři hedgeových fondů musí podle § 408 předkládat SEC zprávy o použité finanční páce, hodnotě investic, praxi při oceňování investic, míře rizikivosti portfolia a další informace, jež by mohly mít na systémové riziko vliv. Subjekty, jež registraci podléhají také musí uchovávat informace, jež by SEC mohla z hlediska systémového rizika považovat za důležité. Jak už to s předpisy, jež zavádějí nové povinnosti bývá, vyvolal i *Dodd-Frank Act* mnoho protichůdných reakcí, přičemž hlasy kritiků volaly jak po nižší, tak po vyšší míře regulace.

Pokud se podíváme na *Dodd-Frank Act* podrobněji, zavádí tento v zásadě dva druhy nových povinností pro hedgeové fondy, a to sice povinnost registrace těchto fondů u SEC a povinnosti ohlašovací a související s kontrolou.

#### 4.3.8. 1 Registrace

*Dodd-Frank Act* v § 408 nově zavádí povinnost hedgeových fondů registrovat se jako investiční poradci. Společně se zavedením této povinnosti však došlo i k novelizaci dalších částí *Investment Actu*, které obsahují výjimky z této povinnosti. Byl tak

především stanoven okruh subjektů, jež registraci nepodléhají, přičemž jako kritérium slouží hodnota aktiv ve správě těchto subjektů, která nesmí být vyšší než 150 milionů dolarů<sup>33</sup>. Dále byla nově zavedena kategorie středně velkých investičních poradců (*mid-sized investment advisors*) a dohled nad těmito subjekty byl svěřen státním regulátorům (tito jsou odlišni od SEC, jež má federální dosah). V neposlední řadě obsahuje *Dodd-Frank Act* též ustanovení, jež rozšiřují oblast informací požadovaných ve formuláři ADV, jehož vyplnění je od hedgeových fondů nově vyžadováno.

I když se může zdát, že hedgeové fondy budou moci znovu použít systém výjimek, například pomocí kreativního účetnictví či rozdělením aktiv do více fondů, není tomu v tomto případě tak. Subjekty, jež nemají ve své správě aktiva v patřičné výši, se sice mohou vyhnout povinnosti registrace u SEC, avšak zákon i po nich požaduje určitou míru součinnosti se SEC, když svěřuje SEC pravomoc vyžadovat po těchto subjektech jednak pravidelné každoroční zprávy a jednak i jakékoliv jiné informace, jež SEC považuje za potřebné k ochraně investorů. SEC má zkoumat informace, jež jsou mu povinny fondy poskytovat především za účelem zhodnocení míry systémového rizika.

Co se týče nově zavedené kategorie středních investičních poradců, jimiž spravovaná aktiva jsou v hodnotě od 25 do 150 milionů dolarů, mají tito povinnost se registrovat u státního regulátora ve státě, v němž vykonávají svou činnost. Tímto regulátorem je ve většině států *securities commissioner*, tedy komise pro cenné papíry. V řídkých případech, kdy takovýto regulátor v jednotlivých státech neexistuje, bude SEC provádět dozor nad těmito subjekty sama.

Nejvíce kontroverzní částí novelizace, alespoň z pohledu manažerů hedgeových fondů, se stalo zavedení povinnosti vyplnit formulář ADV a každoročně k němu přikládat dodatky. Toto opatření bylo negativně hodnoceno zejména ze strany menších hedgeových fondů (KAAL, str. 46), když se jejich manažeři obávali, že jim nepřiměřeně vzrostou náklady na právní služby.

Tato obava byla zapříčiněna především velkým množstvím detailních informací, jež je potřeba v ADV uvést, jako je například struktura fondu, jeho vlastnictví, popis investiční strategie, počet a typ klientů, zprávy o propojených osobách nebo informace o dalších, „mimoporadenských“ aktivitách fondu. Dále se zde uvádí počet

---

<sup>33</sup> Dle § 203, písm. b, odst. 3 *The Advisors Act*

zaměstnanců, jejich funkce, jakož i počet a jména subjektů, jež pro investičního poradce vykonávají zprostředkovatelskou činnost při shánění investorů.

Zde je třeba zdůraznit, že to, co může „na papíře“ na první pohled vypadat jako práce pro sekretářku na jedno či dvě odpoledne ve skutečnosti vyžaduje tým sofistikovaných poradců a velký počet odpracovaných hodin. Například procedura zjišťování typu klientů je velmi zdlouhavá, když je tyto třeba rozdělit na vysoko- a nízko-příjmové subjekty, nadace, investiční společnosti a pojišťovací společnosti atd. Dále je třeba u jednotlivých typů těchto klientů zjistit, kolik procent z aktiv fondu tvoří jejich investice a jaké služby (finanční plánování, penzijní plánování, portfolio management, školicí semináře...) jsou jim investičním poradcem poskytovány. Z výše uvedeného plyne oprávněnost obav manažerů hedgeových fondů ohledně citelného zvýšení administrativní zátěže.

#### **4.3.8.2 Povinnosti ohlašovací a informačního charakteru**

Povinnost registrace u SEC úzce souvisí s povinnostmi ohlašovacími a informačními, které se týkají pravidelných výročních reportů, které musí zaregistrované subjekty předkládat. V návaznosti na *Dodd-Frank Act* vytvořila SEC, společně s dalším regulátorem, CFTC (*Commodities and Futures Trading Commission*) novou verzi formuláře PF (dostupný na <http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308-formpf.pdf>), který je upraven tak, aby poskytoval co nejvíce informací pro nově zřízený úřad FSOC (*Financial Stability and Oversight Council*), který tyto vyhodnocuje z hlediska systémového rizika pro americké trhy. Kromě toho mohou získané informace použít i SEC a CFTC za účelem případného vyšetřování a kontroly povinných subjektů. Zatímco v případě formuláře ADV může jít o nadměrnou a do určité míry zbytečnou byrokracii, vyplňování formuláře PF je z mého hlediska legislativní „trefou do černého“, a to z několika důvodů.

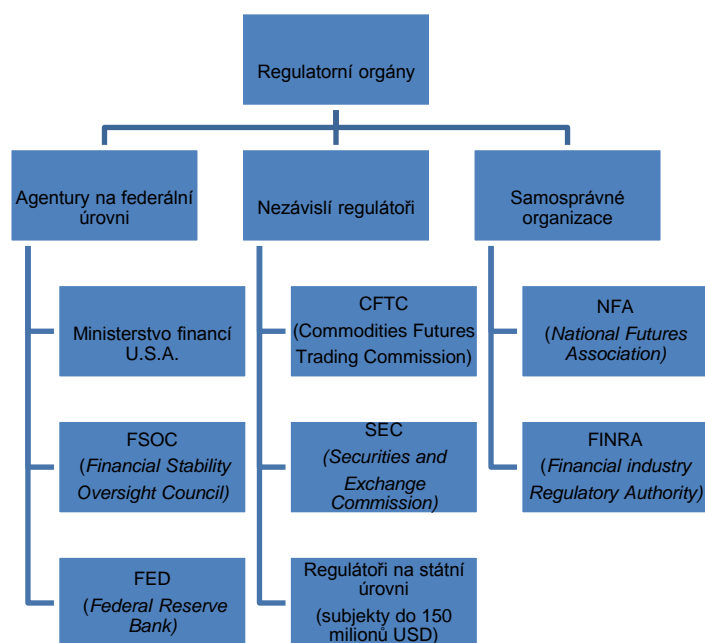
Za prvé jsou jím kladené otázky plně odpovídající účelu, pro který je vyplňování tohoto formuláře vyžadováno, a to sice kontrole systémového rizika. Za druhé je formulář rozdělen do několika částí, přičemž povinnost vyplnit část prvou mají všechny subjekty, jež mají ve své správě více než 150 milionů dolarů, další části však vyplňují již jen subjekty u nichž tato aktiva dosahují hodnoty alespoň jedné miliardy dolarů.

Toto uspořádání tak vede k tomu, že malé hedgeové fondy nejsou zatěžovány zbytečnou byrokracií (SEC počítá, že se povinnost vyplňovat celý formulář dotkne jen cca 150 největších fondů), avšak úřady takto získají informace o 80ti procentech aktiv, jež jsou hedgeovými fondy ve Spojených státech spravována, neboť největší fondy budou muset vyplnit celý formulář (KAAL, str. 25). Dalším plusovým bodem tohoto formuláře je v mých očích jeho přehlednost a detailní vysvětlivky, jež jsou obsaženy jednak ve formuláři samém, jednak na stránkách SEC. Tento přístup, kdy náklady právních služeb nese do určité míry SEC, zatímco povinné subjekty nemusí na zjišťování co, jak a zda vůbec do formuláře vyplnit, najímat celé právní týmy renomovaných kanceláří, by se dal regulátorům například v České republice jen doporučit, avšak vzhledem k tomu, jakým problémem je v našich končinách tolikrát slibované zjednodušení formuláře pro podání daňového přiznání si zřejmě nemůžeme činit přehnané iluze.

#### **4.3.9 Regulatorní orgány**

Vzhledem k tomu, že se situace na poli orgánů, jež v USA působí jako regulátoři v oblastech týkajících se hedgeových fondů po vydání *Dodd-Frank Act* do jisté míry zneřehlednila, uvádím zde tabulku těchto orgánů. Jejich jednotlivé pravomoci zde nebudu dopodrobna rozebírat, neboť tento rozbor jednak přesahuje rozsah této práce, a také proto, že v jednotlivých pravomocech nemají zcela jasno ani orgány samotné, neboť jejich pravomoci se ve velké míře překrývají a jejich konkrétní obsah často závisí na výkladu zákona. Je pak jen logické, že se jednotlivé agentury snaží vykládat zákon co nejextenzivněji, a může tak docházet k výskytu určitých třecích ploch. Příkladem může být situace ze začátku roku 2011, kdy CFTC ohlásila zrušení dvou výjimek, jež hedgeové fondy využívaly, aby nepodléhaly její pravomoci. Většina odborníků i SEC viděla tento krok jako boj CFTC o zbytek pravomocí nad hedgeovými fondy a svévolný výklad *Dodd-Frank Actu*, když zrušení výjimek CFTC obhajovala tak, že ačkoliv nikde v *Dodd-Frank Actu* není ustanovení, jež by svěřovalo dohled nad hedgeovými fondy CFTC, duch tohoto zákona hovoří ve prospěch tohoto rozhodnutí (K and L Gates Global Solutions Outlook, str. 10). Hedgeové fondy, jež obchodují *futures* a *swapy*, tak budou podléhat povinnosti duplicitní regulace a registrace.

Co se týče regulačních orgánů, je potřeba poznamenat, že *Dodd-Frank Actem* byl, v reakci na krizi z let 2008 – 2009 zřízen *Financial Stability Oversight Council*, který jak už název napovídá dohlíží na míru rizika, jež hrozí americkému finančnímu systému. *Dodd-Frank Act* ji ve své první části svěřuje poměrně široké spektrum pravomocí k odhalování těchto hrozeb a jejich případnému řešení. FSOC má také působit jako prostředník mezi jednotlivými regulačními agenturami, což je spatřováno jako významný pokrok oproti předkrizové situaci, kdy každá z agentur vycházela pouze z dat od subjektů, jež byly v její gesci, a nemohla tak rozpoznat systémové riziko. Situace „*too big to fall*“ společností by se tak díky této instituci již neměla opakovat, což má zaručit i personální obsazení FSOC největšími odborníky ve svých oborech<sup>34</sup>.



#### 4.3.10 Problémy

Problémy, jež s sebou nová legislativa přináší, nespočívají jen v administrativní zátěži dozorovaných subjektů, která se po překonání počátečních nesnází nemusí ukázat jako příliš velké břemeno, ale především v charakteru informací, jež jsou regulátorům sdělovány. Tyto informace se totiž z velké části týkají investičních strategií, jež fondy používají a které jsou předmětem obchodního tajemství. SEC je sice ze zákona povinná

<sup>34</sup> Dle <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>, [online], [cit. 2012-10-07]



zachovávat tajnost těchto informací, avšak Kongres, jemuž své zprávy předkládá tuto povinnost nemá. Může tak dojít k veřejnému odhalení důvěrných informací o investičních strategiích nebo klientech fondu. V tomto ohledu může jako příklad sloužit případ z roku 2011, kdy jeden ze senátorů poskytl médiím podobná data, jež získal od CFTC za účelem zveřejnění jmen obchodníků, o nichž se domníval, že manipulují s cenami energií.

#### **4.4 Právní úprava hedgeových fondů v Evropské Unii**

Evropská unie byla v posledních letech svědkem obřích změn v oblasti hedgeových fondů. V předkrizových letech šlo o velmi rychlý rozvoj hedgeových fondů a znásobení kapitálu, jež spravují. Tak v roce 2001 měly ve správě evropské hedgeové fondy, kterých bylo okolo pěti set, pouze 39 miliard dolarů, zatímco v posledním předkrizovém roce 2007 již 473 miliard. Počet hedgeových fondů v tomto období vzrostl na zhruba tři tisíce. Následná krize se však dotkla tohoto sektoru v Evropě snad ještě více než v USA, když v roce 2008 klesla hodnota jmění ve správě evropských hedgeových fondů na 293 miliard dolarů. Je však nutno konstatovat, že se toto odvětví průmyslu, narozdíl od jiných, z krize poměrně rychle otřepalo, a tak už na začátku roku 2010 činila hodnota *assets under management* 345 miliard dolarů<sup>35</sup>. Krize však i v Evropské unii vrhla hedgeové fondy do velmi negativního světla a zavedla příčinu k jejich regulaci.

Hedgeové fondy spadají v Evropské unii pod sdružující charakteristiku alternativních investičních fondů, AIF (*Alternative Investment Funds*), kam patří i *private equity* fondy a fondy realitní. V právní úpravě hedgeových fondů v Evropské Unii a USA najdeme mnohé rozdíly, ale v poslední době, vzhledem k internacionalizaci předpisů, začínají převažovat shodné prvky.

Většina fondů v EU má z důvodu daňové optimalizace svůj domicil *offshore*, přičemž i pro evropské fondy platí, že nejčastější zemí jejich usazení jsou Kajmanské ostrovy. Děje se tak zejména proto, že ve většině států EU by musely fondy platit jak daň z příjmu právnických osob, tak daň z kapitálových výnosů, zatímco kajmanská

---

<sup>35</sup> Dle <http://www.eurekahedge.com/database/europeanhedgefunddirectory.asp>, [online], [cit. 2012-10-09]

jurisdikce nevyžaduje ani placení těchto daní, ani neukládá případnou povinnost výročních auditů.

#### **4.4.1 Struktura hedgeových fondů**

Struktura hedgeových fondů může sice být odlišná stát od státu, ale nejčastější struktura je v základních bodech shodná s USA. Skládá se tedy z manažera hedgeového fondu, vlastního hedgeového fondu a třetích osob, jako jsou brokeři, administrátoři, osoby poskytující právní a daňové služby, přičemž však typické bývá outsourcingování těchto služeb.

##### **4.4.1.1 Manažer Hedgeového fondu**

Situace manažerů hedgeových fondů je shodná se situací v USA. Manažerem je tedy odlišný subjekt, typicky některá z forem právnických osob podle jednotlivých států, například společnost s ručením omezeným podle právního řádu České republiky, nebo ve většině případů LLP (*Limited Liability Partnership*), pokud se jedná o manažery britské, jež jsou zdaleka nejpočetnější. Londýn je hned po New Yorku druhým největším centrem, ve kterém mají sídlo manažeři hedgeových fondů. Převaha Velké Británie nad ostatními státy Evropské unie je velmi zřetelná. Fondy zde usazené spravují více, jak 80 % kapitálu, jež je v EU takto investován, a proto se v práci zaměřím především na právní úpravu hedgeových fondů ve Spojeném království.

##### **4.4.1.2 Hedgeový fond**

Valná většina samotných hedgeových fondů má domicil v zahraničí, dochází zde však k velkým změnám. Ještě v roce 2006 se zhruba ve dvou třetinách případů jednalo o daňové ráje, nejčastěji Kajmanské ostrovy, v necelé třetině případů o USA a zbytek měl poté svůj domicil v EU<sup>36</sup>. V minulém roce (2012) však již bylo 63% evropských hedgeových fondů domicilováno v Irsku, a to sice ve formě takzvaného *Qualifying*

---

<sup>36</sup> Dle <https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=products-irglo&1371718750>, [online], [cit. 2012-10-22]

*investor fund* (QIF). Tento rozmach je působivý, a proto se budu jeho důvodům, jakož i samotné právní formě QIF věnovat dále v této kapitole.

Co se týče fondů s domicilem v daňových rájích, mají tyto formu *Mutual Fund* nebo *Limited Partnership*, jak již bylo zmíněno výše.

#### **4.4.1.3 Hlavní makléř (*Prime Broker*)**

Hlavními makléři poskytujícími služby hedgeovým fondům jsou především velké investiční banky jako Goldman Sachs, Morgan Stanley nebo HSBC. Hedgeové fondy využívají zejména půjček od těchto subjektů, a to jak finančních, tak půjček cenných papírů. Dále prostřednictvím nich vykonávají jednotlivé operace na trzích a v některých případech používají ke své práci i tržní analýzy vypracované těmito institucemi, popřípadě služby právní či účetní. Hlavním účelem *prime brokerů* však zůstává půjčování peněz ke zvýšení finanční páky, jež hedgeové fondy používají. Úroky takto získané jsou také největším příjmem makléřských společností. Drtivá většina, zhruba 90% těchto makléřů sídlí v Londýně, a obchody uskutečňované za jejich spolupůsobení tak podléhají dohledu britských regulátorů, zejména FSA (*Financial Services Authority*).

#### **4.4.1.4 Další subjekty**

Počet a druh dalších subjektů, jež do činnosti hedgeových fondů určitým způsobem zasahují, je dán mírou outsourcingu služeb. Tak některé fondy vykonávají auditorské či účetní služby týkající se činnosti fondu samy, zatímco jiné si na ně najímají cizí obchodní společnosti. Praxe najímaní cizích subjektů je rozšířená zejména v daňových rájích, které vyžadují k výkonu služeb auditora nebo účetního licenci, z jejíhož vydávání pak plynou příslušným státům příjmy. Na druhou stranu tyto jurisdikce většinou například povinný audit nevyžadují, hedgeové fondy tak činí z důvodu transparentnosti pro případné investory. Outsourcované tak může být velké množství služeb, účetnictvím počínaje a komunikací s investory konče.

#### 4.4.2 Hedgeové fondy v legislativním rámci Evropské Unie

V této části proberu předpisy regulující činnost hedgeových fondů na celoevropské úrovni, se zaměřením na předpisy Evropské unie týkající se této oblasti, jejichž počet enormně vzrostl zejména v posledních letech. Posléze se budu věnovat právní úpravě hedgeových fondů ve Spolkové republice Německo a ve Velké Británii, která vykazuje velké rozdíly a reprezentuje tak dva odlišné přístupy k regulaci těchto subjektů finančního trhu. Nakonec nastíním právní úpravu irskou, jež získává v poslední době na důležitosti.

V Evropě se dostalo hedgeovým fondům větší pozornosti ze strany veřejnosti poprvé v roce 1992, když George Soros a jím řízený fond spekulovali na pokles britské libry a nakoupili ji tak na krátko. To v konečném důsledku vedlo k vyřazení libry z ERM (*European Exchange Rate Mechanism*) a k její devalvaci. Spekuluje se, že Soros takto vydělal jednu miliardu dolarů. Zde je třeba poznamenat, že ačkoliv Soros profitoval z vyřazení libry z ERM, tak toto vyřazení nezpůsobil, i když za to byl kritizován - zapříčinila ho především neudržitelná politika Bank of England.

Samotná definice hedgeových fondů je v rámci Evropské unie ještě složitější než v USA, neboť tyto fondy mohou nabývat různých podob v závislosti na právním řádu státu, podle kterého jsou vytvořeny a na druhu investic. V praxi se definice hedgeových fondů odvozuje z definice americké, neboť fondy samotné tam mají svůj původ a historii.

##### 4.4.2.1 UCITS

Oblast kolektivního investování je na úrovni Evropské unie upravena směrnicí týkající se subjektů kolektivního investování známé pod názvem UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*). Nařízením UCITS 85/611/EEC z roku 1985 měl být vytvořen harmonizovaný rámec pro fungování fondů zřízených dle tohoto nařízení bez omezení po celé Evropské unii<sup>37</sup>. Zkráceně řečeno šlo o to, aby otevřené fondy, jež se zaregistrují v jednom členském státě a splní tamní podmínky, mohly působit na trzích všech členských států bez nutnosti dalších registrací. Základní

---

<sup>37</sup> Používám zde tento termín, i když samotný pojem Evropská unie v té době ještě neexistoval a vznikl až v roce 1992.

podmínka pro tento postup, a to sice harmonizace právních řádů jednotlivých zemí však nebyla naplněna. Šlo přitom zejména o odlišnost pravidel pro marketing a reklamu těchto fondů v jednotlivých zemích, kvůli nimž nemohly fondy inzerovat. Dalším nedostatkem nařízení bylo citelné omezení investic, jež byly fondům zřízeným dle UCITS povoleny. Tato situace tak vedla k vydání dodatků tohoto nařízení, jež jsou známy jako UCITS II, III, IV a návrhy známé jako UCITS V a VI.

Těmito dodatky byl zaveden evropský pas pro investiční společnosti, možnost vydávání zjednodušeného prospektu a také byla rozšířena oblast aktiv, do nichž mohou UCITS fondy investovat, například o deriváty. V současné době existují návrhy nařízení nazývané UCITS V a UCITS VI, které upravují především vnitřní fungování fondů<sup>38</sup>. Tato legislativa má vliv i na hedgeové fondy, ačkoliv tyto jsou v Evropské unii chápány jako alternativní fondy, tedy fondy, které nespádají pod regulaci danou směrnicí UCITS. Tento vliv spočívá především v tom, že dodatky byly natolik rozšířeny okruh aktiv, do nichž mohou fondy investovat a strategií, jež mohou používat, že to vedlo až k vytvoření určité neformální kategorie alternativních UCITS fondů, neboli *Newcits*, jak je trefně překřtili někteří novináři<sup>39</sup>.

Rozmach těchto fondů nastal v roce 2010, kdy vzniklo více než 100 nových subjektů. Existence těchto subjektů je teorií často opomíjena a není zde tudíž ani jejich konstantní definice, což je ovšem vzhledem ke krátké době jejich existence vcelku pochopitelné. Jako definice nám tak může posloužit charakteristika *newcits* vytvořená jedním z nich, a to sice finanční skupinou BBVA Quality Funds<sup>40</sup>, která chápe alternativní UCITS jako fondy, jež nabízejí kontrolovanou míru rizika, nízkou, nebo žádnou míru korelace s trhem a s cílem dosahovat absolutních výnosů. Tato definice se až nápadně podobá definici hedgeových fondů. Ač by tedy se mnou zřejmě část odborné veřejnosti nesouhlasila, neboť v očích mnoha lidí jsou hedgeové fondy definovány algoritmem vysoké riziko, neregulovanost a dostupnost jen pro bohaté investory, považují tyto alternativní UCITS za vyhovující definici hedgeových fondů, byť určitým způsobem rozšířené.

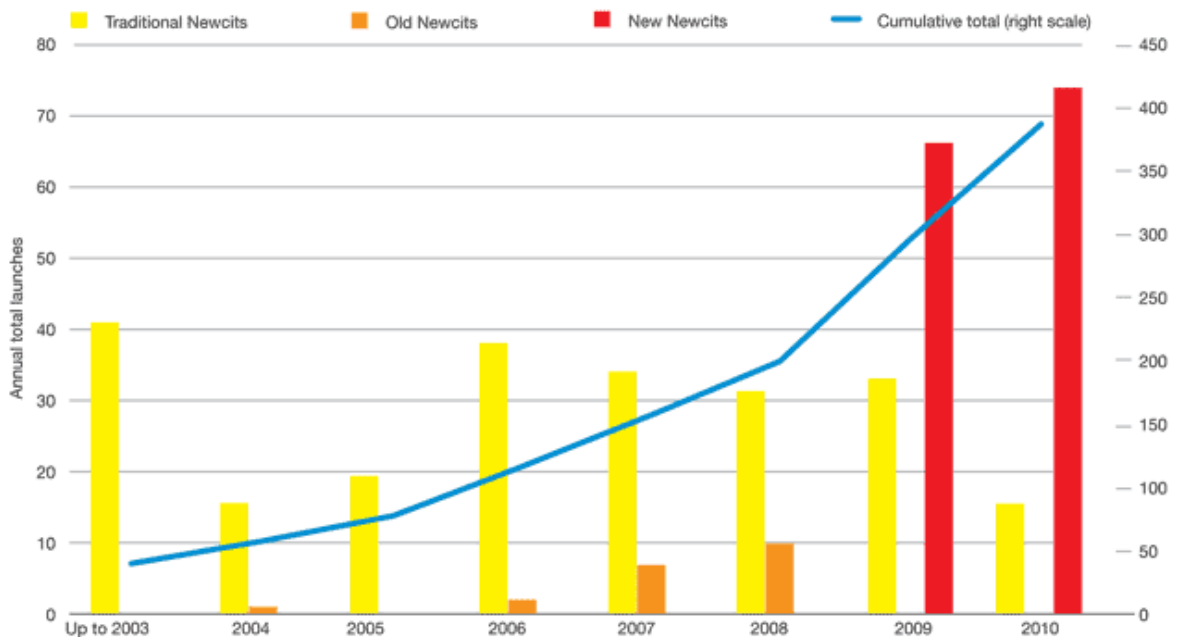
---

<sup>38</sup> Dostupné na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits-directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits-directive/index_en.htm), [online], [cit. 2013-01-20]

<sup>39</sup> <http://citywire.co.uk/global/how-to-categorise-newcits-funds/a480805>, [online], [cit. 2013-01-22]

<sup>40</sup> Dostupné na <https://www.bbva.es/eng/productos/ficha.jsp?codigo=t000000311&banco=0182&tipo=2>, [online], [cit. 2013-01-22]

Z mého pohledu došlo vydáním nařízení UCITS III k otevření prostoru pro třetí cestu mezi hedgeovými fondy, jak je známe a klasickými UCITS fondy. Zajímavým je fakt, že ačkoliv bylo toto nařízení vydáno již v roce 2001, ke skokovému nárůstu těchto alternativních UCITS fondů došlo až po začátku finanční krize v roce 2008. Dobře to vyjadřuje následující tabulka, vypracovaná finanční skupinou BBVA.



Zdroj: Citywire Global Magazine, březen 2011

Tradičními Newcits (*Traditional Newcits*) je zde myšlena kategorie alternativních UCITS fondů, jež zakládají manažeři tradičních fondů, aby využili flexibility finančních nástrojů, jež tyto fondy mohou používat. Hlavním účelem je pro ně ochrana kapitálu. Jako příklad uvádí magazín Citywire fond Dexia Index Arbitrage.

Starými Newcits (*Old Newcits*) jsou myšleny fondy zakládané od roku 2004 manažery hedgeových fondů. O těchto se dá říci, že byli průkopníky této strategie, přičemž v jejich rozhodování nehrála roli finanční krize a nastupující vlna regulace. Hlavním důvodem pro zakládání těchto struktur bylo dle mého mínění přilákání jiného druhu investorů, tedy těch, kteří by do hedgeových fondů neinvestovali, neboť je považovali za příliš rizikové. UCITS struktura jim však poskytla v očích investorů vyšší transparentnost.

Nové Newcits (*New Newcits*) pak jsou fondy takto založené po vzniku krize jako reakce na ni a zejména na poptávku po větší transparentnosti, než poskytují *offshore* fondy.

Hnacím motorem tohoto postupu manažerů hedgeových fondů zde byla poptávka po větší transparentnosti a likviditě, což jim nový formát fondu zaručuje. Problémy však vyvstávají z faktu, že UCITS III struktura nebyla dle mého názoru původně zamýšlena pro tento účel, a proto nelze prostřednictvím alternativních UCITS fondů uskutečňovat všechny hedgeové strategie. Proto dochází k ohýbání a někdy i obcházení tohoto nařízení, aby manažeři hedgeových fondů mohli replikovat strategii, jež již uskutečňují prostřednictvím offshoreových hedgeových fondů i prostřednictvím UCITS.

Typickým příkladem, jak manažeři hedgeových fondů obcházejí legislativní omezení, je nakoupení dovolených aktiv, například vládních dluhopisů některé z evropských zemí a výměna výnosů z těchto dluhopisů za výnosy aktiv, do nichž není dle UCITS povoleno investovat, prostřednictvím swapu<sup>41</sup>. Problémem tohoto postupu je, že z hlediska investora pak dochází k situaci, kdy tento nabývá falešného přesvědčení o aktivech, do nichž prostřednictvím fondu investuje. Dalším rozšířeným případem, kdy jsou obcházena pravidla, jsou investice do komodit, které jsou pro alternativní UCITS fondy nařízením zapovězené. Dochází zde tedy ke stejnému postupu, kdy je prostřednictvím indexového swapu v podstatě investováno do komodit. Alternativní UCITS tedy v roce 2001 vznikly pro účely klasických retailových fondů, avšak jejich struktura se v posledních letech ukázala vhodná i pro hedgeové fondy, které chtějí využít výhod, jež jim tato regulovaná platforma poskytuje

Nelze popřít fakt, že se regulátorům a politikům v Evropské unii povedlo vytvořit z UCITS poměrně hodnověrnou značku, a proto chtějí hedgeové fondy, jež trpí do jisté míry zprofanovanou pověstí této značky využít. V současné době spravují podle průzkumu společnosti Credit Suisse<sup>42</sup> alternativní UCITS fondy, což je ovšem širší kategorie, z níž tvoří hedgeové fondy pouze část, zhruba 200 miliard dolarů.

---

<sup>41</sup> Swap je finanční derivát, jímž dochází mezi protistranami k výměně finančních toků z jednotlivých cenných papírů.

<sup>42</sup> Dle [https://www.credit-suisse.com/asset\\_management/downloads/marketing/whitepaper\\_am\\_afs\\_022013.pdf](https://www.credit-suisse.com/asset_management/downloads/marketing/whitepaper_am_afs_022013.pdf), [online], [cit. 2013-01-22]

Větší míra transparentnosti těchto struktur je dána především tím, že jejich vznik musí povolit místní regulátor a že si tyto fondy musí najímat nezávislé odborníky, jako například správce či auditora. Manažeři UCITS fondů také musí podávat zprávy o výkonnosti těchto fondů, míře rizika a investičním procesu (viz UCITS IV a *Key Investor Information Document*).

Dalším důvodem, proč jsou tyto fondy lákavé, je jejich větší likvidita, když narozdíl od hedgeových fondů, které typicky umožňují výběr vložených peněz jednou za měsíc až čtvrt roku, UCITS umožňují výběry daleko častější. Ve třech čtvrtinách případů je u těchto fondů likvidita dokonce na denní bázi<sup>43</sup>. V tomto kontextu je zajímavé si představit výše naznačenou strukturu, kdy je k offshoreovému fondu vytvořen duplicitní *onshore* alternativní UCITS fond. Tento tedy bude mít absolutně stejnou strategii, zřejmě zanedbatelně nižší míru výnosů (která bude způsobena vyššími administrativními náklady), avšak rozdíl v likviditě bude naprosto propastný. Investor v alternativním UCITS fondu bude moci vybrat vložené prostředky daleko dříve než investor v offshoreovém fondu. Pokud by tedy mělo dojít ke ztrátě, bude moci tento investor aplikovat *stop-loss* (vystoupit ze ztrátové pozice) se značným předstihem, což učiní z investora do offshoreového fondu investora druhé třídy.

Je nutno konstatovat, že největším nebezpečím těchto fondů pro investora je možnost nabytí falešného přesvědčení, že takovéto fondy jsou regulované, a nemusí tedy před vstupem do nich provádět *due diligence* v té míře, v jaké by ji prováděl při vstupu do hedgeových fondů a také rozdílná míra vhodnosti této strategie pro různé hedgeové struktury<sup>44</sup>.

Je otázkou, do jaké míry změní tuto situaci AIFMD, jíž se budu věnovat dále v tomto textu, ovšem výhodou alternativních UCITS fondů je, že nebudou pod tuto úpravu zřejmě spadat.

#### **4.4.2.2 Klasické hedgeové fondy**

---

<sup>43</sup>Zdroj: [alixacapital.com](http://alixacapital.com) [online],

<sup>44</sup> Různé strategie poskytují různou míru výnosnosti, když například strategie equity long/short uskutečňovaná UCITS fondy je stejně výnosná jako táž strategie uskutečňovaná offshoreovými fondy. Ovšem například strategie Event driven uskutečňovaná offshoreovými fondy přinášela lepší výsledky a hedgeové fondy tak jasně překonávaly své UCITS protějšky. Pro více informací na výnosnost strategií doporučuji navštívit stránky Credit Suisse.



Pokud se po krátkém exkursu k alternativním fondům UCITS vrátíme k „opravdovým“ hedgeovým fondům, musíme konstatovat, že jejich úprava byla v Evropské unii do doby nedávné velmi roztržštěná, přičemž dokumenty týkající se této oblasti měly pouze nezávazný a doporučující charakter. Úprava této oblasti tak spočívala na právních řádech jednotlivých států, jež by se daly rozdělit na dva typy, a to sice státy, jež tuto oblast regulovaly přímo (Německo, Francie) a státy, které spoléhaly na regulaci nepřímou a vnitřní (Velká Británie).

Na úrovni evropské a mezinárodní se v předkrizovém období objevily nezávazné dokumenty, které měly za cíl regulovat oblast hedgeových fondů. Mezi nejdůležitější z nich můžeme počítat takzvaný *Purvis Report*<sup>45</sup> vydaný Evropským Parlamentem, *Financial Services Action Plan of the EU* a jeho *Report of the Alternative Investment Expert Group*<sup>46</sup> týkající se správy majetku, *Mandate for the Expert Group on Investment Management*<sup>47</sup> vydaný CESR<sup>48</sup>, tedy výborem pro evropskou regulaci cenných papírů a v neposlední řadě také zpráva Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO) o důsledcích plynoucích z participace retailových investorů v hedgeových fondech<sup>49</sup>.

Nebudu zde rozebírat jednotlivá ustanovení těchto dokumentů a jejich odraz ve vnitrostátní legislativě. Za vhodné však pokládám poznamenat, že ač nezávazné, měly tyto dokumenty určitý harmonizační vliv na právní řády jednotlivých členských států, jak dokazuje průzkum *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) z roku 2005<sup>50</sup>, z něž vyplynulo, že největší rozdíly v jednotlivých právních úpravách spočívaly v určení minimální výše kapitálu pro vstup do hedgeového fondu,

---

<sup>45</sup> Shrnutí dostupné na 45 <http://www.dechert.com/files/Publication/183242e1-2821-4887-ab07-321b281c5a14/Presentation/PublicationAttachment/f3bf696c-e117-4f04-a53a-334e10e6efe4/041002%20-%20The%20Hedgefund%20Journal%20-%20The%20Prospects%20for%20EU%20and%20UK%20Hedge%20Fund%20Regulation1.pdf>, [online], [cit. 2013-01-28]

<sup>46</sup> Dostupný na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/other\\_docs/reports/hedgefunds\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf), [online], [cit. 2013-01-28]

<sup>47</sup> Dostupný na [http://www.esma.europa.eu/system/files/04\\_160.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/04_160.pdf), [online], [cit. 2013-01-28]

<sup>48</sup> Výbor pro evropskou regulaci cenných papírů byl v roce 2011 nahrazen European Securities and Markets Authority (ESMA), Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy.

<sup>49</sup> Dostupná na <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf>, [online], [cit. 2013-01-28]

<sup>50</sup> Dostupný na [http://www.efama.org/index2.php?option=com\\_docman&task=doc\\_view&gid=176&Itemid=35](http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=176&Itemid=35) [online], [cit. 2013-01-28]

v maximálním počtu investorů ve fondu a ve skutečnosti, že některé státy dovolovaly hedgeovým fondům nabízet své produkty retailovým klientům, zatímco v jiných státech byl tento postup zakázán. Ač by se mohlo zdát, že tyto rozdíly byly marginální, z pohledu mého šlo stále o rozdíly zásadní, jež měly vliv na samotný pojem hedgeový fond.

Některé oblasti týkající se aktivit hedgeových fondů také upravovala legislativa Evropské unie, která je primárně zaměřena na jinou oblast, jako je například Směrnice o trzích s finančními nástroji 2004/39/EC a také nařízení Evropské centrální banky ECB/2007/8 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů<sup>51</sup>, jímž byla Evropská centrální banka pověřena ke sbírání materiálů o těchto fondech v souvislosti s obezřetnostní politikou.

V některých členských státech byli předmětem regulace manažeři hedgeových fondů, nikoliv však z titulu manažerů hedgeových fondů, nýbrž jako manažeři fondů klasických. Jinými slovy v těchto státech nebyla specifická úprava hedgeových fondů, jen fondů klasických, která se však vztahovala i na manažery fondů hedgeových. V jiných státech, jako příklady můžeme uvést Francii, Španělsko či Německo, byl regulován fond samotný a byl brán jako fond domácí (*onshore*), i když měl domicil v daňovém ráji (QUAGLIA, str. 18).

Již před začátkem krize se ovšem z určitých evropských zemí, ponejvíce z Německa, ozývaly hlasy po přímé regulaci hedgeových fondů na evropské úrovni. V reakci na tyto hlasy byl Evropskou Komisí zřízen speciální tým, *Alternative Investment Expert Group*, výsledkem jehož práce bylo vydání zprávy *Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, ve které došel tento tým k závěru, že hedgeové fondy není třeba na evropské úrovni regulovat.

Tuto situaci změnila až finanční krize v roce 2008. V návaznosti na ní vznikly na půdě Evropského Parlamentu dvě zprávy, Rasmusenova a Lehneova, které daly podnět ke vzniku celoevropské úpravy všech subjektů účastnících se finančního trhu a tedy i hedgeových fondů. Na půdě Evropské Komise vznikl názor, jež zastával především francouzsko - německý tandem, že Evropská unie má působit jako vůdčí subjekt, jako jakýsi vzor, co se regulace této oblasti týče a že ostatní státy se postupně přidají. Toto

---

<sup>51</sup> Dostupné na [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_21120070811en00080029.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_21120070811en00080029.pdf), [online], [cit. 2013-02-12]

evropské pnutí dalo v roce 2009 vzniknout návrhu směrnice AIFM o manažerech alternativních investičních fondů, která zřejmě od základů změnila evropský trh hedgeových fondů.

#### 4.4.2.3 AIFM

Směrnice 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů, jež vstoupila v platnost v červnu roku 2013 má za cíl regulovat jednání manažerů veškerých alternativních investičních fondů, zejména „vytvořit vnitřní trh pro správce a poskytnout harmonizovaný a přísný regulační a dohledový rámec pro činnost všech správců vykonávanou v Unii, včetně správců se sídlem v některém z členských států (dále jen „unijní správce“) i správců se sídlem v třetí zemi (dále jen „mimounijní správce“).“<sup>52</sup>.

V bodu třetím důvodové zprávy je vymezena věcná působnost této směrnice, podle níž se tato vztahuje na: „*správce, kteří spravují všechny typy fondů, které nespádají do oblasti působnosti směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (4), a to bez ohledu na právní nebo smluvní způsob, jakým je správcům tato činnost svěřena. Správce by neměl mít právo spravovat SKIPCP ve smyslu směrnice 2009/65/ES na základě povolení podle této směrnice.*“<sup>53</sup>. V článku čtvrtém pak směrnice uvádí definici alternativního fondu: „*alternativním investičním fondem*“ se rozumí subjekt kolektivního investování včetně jeho podfondů, který:

- i) získává kapitál od většího počtu investorů s cílem investovat jej v souladu s určitou investiční politikou ve prospěch těchto investorů,*
- ii) není povinen získat povolení podle článku 5 směrnice 2009/65/ES (UCITS).*

Těmito fondy tedy jsou jak fondy hedgeové, tak i jiné, například *private equity* fondy, popřípadě fondy nemovitostní. Dále směrnice uvádí výjimky ze své působnosti, jimiž jsou například takzvané rodinné fondy, tedy subjekty hospodařící pouze s rodinnými prostředky, jež nezískávají kapitál z externích zdrojů.

---

<sup>52</sup> Dle čl. 4 Směrnice AIFM

<sup>53</sup> SKIPCP je český název pro UCITS

Důvody, pro které byla tato směrnice vydána, jsou zlehka nastíněny v článku třetím, především se jedná o finanční krizi, přičemž nejde ani tak o vliv alternativních fondů na vznik krize, jako spíše o vliv krize na tyto fondy. Proklamovaným účelem směrnice je tedy jednak ochránit klienty těchto fondů a také ochránit finanční systém samotný před systémovým rizikem. Tato směrnice se v mnohém podobá svému americkému protějšku, *Dodd-Frank Actu*, když se tomuto systémovému riziku snaží předcházet pomocí obdobných nástrojů, jimiž jsou povinné zveřejňování informací jak ve vztahu k regulatorním orgánům, tak k investorům. Navíc zavádí AIFM i omezení výše finanční páky, jež mohou fondy používat.

Jedním ze zásadních bodů směrnice je její široká místní působnost. Směrnice se vztahuje nejen na subjekty, jež jsou registrovány v některém ze členských států Evropské unie, ale dopadá i na alternativní investiční fondy, jež některý ze svých offshoreových fondů pouze nabízejí na trhu EU. V tomto ohledu směrnice předpokládá spolupráci mezi regulátory a daňovými úřady jak z členských států Evropské unie, tak z offshoreových center.

### **Povinně zveřejňované informace**

Směrnice AIFM zavádí ve svých člancích 22-24 pro správce alternativních fondů povinnost zveřejňovat určité typy informací jak vzhledem k investorům, tak ke svému domovskému regulátorovi.

Domovskému regulátorovi, na vyžádání též investorům, je fond povinen poskytovat výroční zprávu o uplynulém účetním období, jejímž obsahem bude alespoň rozvaha, zpráva o činnosti fondu a výši odměn a nákladů a to nejpozději do šesti měsíců po skončení tohoto období. Závěrečná zpráva musí být auditována v souladu se směrnici o povinném auditu<sup>54</sup>. Správci alternativních fondů též musí předkládat zprávu o použití a velikosti finanční páky, jakož i o jejím složení. Takto získané informace pak budou regulátorem využívány k zjišťování a hodnocení míry systémového rizika, jež fondy způsobují. Komise si též ponechává právo rozhodnout o maximální možné míře finanční páky, jež mohou alternativní fondy použít (SCIALES, str. 16).

---

<sup>54</sup> Jedná se o směrnici 2006/43/ES ze dne 17. května 2006 o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek.

Alternativní fondy, jež při své činnosti používají finanční páku ve vysoké míře, poté budou povinny poskytovat regulátorovi větší počet informací. Článek 24 stanoví: *„Správce, který spravuje alternativní investiční fondy využívající ve vysoké míře pákový efekt, poskytne příslušným orgánům svého domovského členského státu informace o celkové síle pákového efektu, kterou každý jím spravovaný alternativní investiční fond využívá, informace o tom, jakou část představuje pákový efekt z půjček peněžních prostředků nebo cenných papírů a jakou část pákový efekt spočívající ve finančních derivátech, a jaký je rozsah použití aktiv alternativního investičního fondu v rámci pákového efektu. Uvedené informace zahrnují údaje o totožnosti pěti největších zdrojů půjčených peněžních prostředků nebo cenných papírů za každý alternativní investiční fond, který správce spravuje, a objem půjčky z každého z těchto zdrojů za každý takový alternativní investiční fond.“* Předmětem kritiky se stalo stanovení míry, odkdy je finanční páka považována za vysokou, když Směrnice jako vysokou míru chápe stav, kdy výše finanční páky překročí výši vlastního kapitálu v alespoň dvou z posledních čtyř účetních období<sup>55</sup>. Toto bude mít zřejmě za následek, že pod tento režim spadne většina alternativních fondů, kterýžto stav nebude odpovídat účelu, pro nějž bylo toto ustanovení zřízeno a jímž byl zosťrený dozor nad fondy, jež mohou představovat systémové riziko.

Jako velmi kontroverzní se mi jeví ustanovení článku 25 této směrnice, které zní: *„Příslušné orgány posoudí rizika, jež by mohla být spojena s využitím pákového efektu správcem ve vztahu k alternativním investičním fondům, které spravuje, a pokud se to jeví nezbytné v zájmu zajištění stability a integrity finančního systému, stanoví příslušné orgány domovského členského státu správce poté, co to oznámí orgánu pro cenné papíry a trhy, Evropské radě pro systémová rizika a příslušným orgánům dotčeného alternativního investičního fondu, limity na sílu pákového efektu, který může správce využívat nebo jiná omezení správy daného alternativního investičního fondu spravovaného tímto správcem, a to za účelem omezení rozsahu, v jakém využívání pákového efektu přispívá k růstu systémového rizika ve finančním systému nebo rizika chaotických trhů.“*

---

<sup>55</sup> Viz <http://www.bingham.com/Publications/2009/11/EU-Proposes-Directive-on-Alternative-Investment-Fund-Managers>, [online], [cit. 2013-02-17]

Toto ustanovení může vést v praxi ke značnému omezení počtu strategií, jež budou moci AIFM fondy používat. Týkat se to bude například fondů využívajících arbitráže, pro něž je vysoká míra finanční páky esenciální. Toto ustanovení, pokud bude regulátory jednotlivých členských států aktivisticky využíváno, pak může dle mého názoru vést k naprosto opačnému výsledku, než byl výsledek zamýšlený. Místo většího dohledu regulátorů nad alternativními fondy se může stát, že fondy využívající těchto strategií budou limity buď obcházet, nebo zůstanou domicilované v daňových rájích, přičemž v Evropské unii budou nabízeny nestandardními marketingovými kanály. Můžeme oprávněně pochybovat o tom, že nabízené výhody evropského domicilu by fondy praktikující arbitráž zlákaly, pokud by v členských státech byly zavedeny takovéto limity.

Druhým typem informací, jež musí fondy poskytovat jsou informace určené pro investory těchto fondů, které můžeme rozdělit na informace, jež musí fond poskytovat před vstupem do něj a informace poskytované průběžně. Článek 23 Směrnice zakotvuje informační povinnost správce vůči investorům do jednotlivých fondů, jimž musí správce poskytnout především tyto informace:

- (a) popis investiční strategie a cílů fondu; typy aktiv, do kterých může fond investovat; související rizika; typy pákového efektu, jež jsou mu regulátorem dovoleny
- (b) popis postupů, kterými může fond změnit investiční strategii
- (c) informace o totožnosti správce, deponitáře fondu, auditora a dalších subjektů;
- (d) informace o postupu a podmínkách vydávání a upisování podílových jednotek nebo akcií
- (e) popis všech poplatků, výdajů a srážek, které přímo či nepřímo hradí investoři, a jejich maximální výše.

V tomto ohledu se zdá být snaha Evropské unie o ochranu investorů úspěšná. Je na ni ovšem nutno nahlížet v poněkud širším kontextu. Především je třeba zdůraznit, že investor do hedgeových fondů není investorem obyčejný, jehož chápeme jakožto spotřebitele, jež potřebuje širší ochranu, nýbrž investorem kvalifikovaným a schopným investovat do tohoto fondu velké množství finančních prostředků. Z výše uvedeného je snad více než patrné, že tato osoba se většinou při výběru subjektu, do jehož péče svěří své prostředky nerozhoduje podle nějakého momentálního rozmaru, líbivých řečí obchodního manažera fondu či křišťálové koule, ale před vstupem do fondu provádí

přiměřenou *due diligence*. Je i poměrně obvyklou praxí, že Směrnicí vyžadované informace poskytuje investorům fond samotný ke zvýšení své důvěryhodnosti. Směrnice tedy bude v tomto směru zcela jistě přínosem, ale tento přínos bude omezen jen na malé procento fondů, jež dosud takovéto informace neposkytují.

### **Kapitálové požadavky**

Směrnice požaduje, aby počáteční kapitál správce fondu činil alespoň 300 tisíc EUR v případě samosprávného fondu, což je fond kde úkoly správy vykonává řídicí orgán nebo jiný interní zdroj alternativního investičního fondu a 125 tisíc EUR u fondu nesamosprávného, kde tyto úkoly vykonává externí právnická osoba. V případě, že hodnota spravovaných aktiv přesáhne 250 milionů EUR, bude muset fond doplnit kapitál o 0,2% z částky, jež tuto sumu přesahuje. Dalším požadavkem směrnice je, že kapitál správce fondu nesmí být nižší než 25% fixních nákladů za uplynulý rok a tento kapitál musí být investován do likvidních a nespekulativních aktiv. Tyto požadavky jsou ve světě hedgeových fondů novum, a jelikož správci typicky drží na účtech co nejméně prostředků, může to pro ně znamenat určitou zátěž.

### **Depozitář**

Dalším z požadavků směrnice je, aby správce fondu zajistil depozitáře pro každý jím spravovaný fond. Jeho povinnosti budou spočívat především v náležitém sledování peněžních toků, úschově a evidenci finančních aktiv, přičemž podrobněji budou tyto povinnosti vymezeny v prováděcích předpisech. V případech, kdy depozitář zanedbá své povinnosti, bude tento odpovědný za škodu tím vzniklou. V případě offshoreových fondů bude moci depozitář sídlit jak ve třetí zemi, kde je fond registrován, tak v členské zemi Evropské unie<sup>56</sup>. Účelem tohoto ustanovení je zde opět snaha zlepšit postavení investora, který bude mít prostřednictvím depozitáře a jeho dozoru přístup k většímu množství informací.

---

<sup>56</sup> Pro více informací viz Článek advokátní kanceláře Gibson, Dunn & Crutcher LLP, EU AIFM Directive, z října 2010, dostupný na <http://www.gibsondunn.com/publications/pages/EUAIFMDirective-Update.aspx>, [online], [cit. 2013-03-11]

## **Povinnosti fondů při ovládnutí nekótovaných společností**

Manažeři fondů jsou povinni informovat příslušné orgány domovského státu, pokud v důsledku nákupu nebo dispozic s podílem ve společnosti dojde ke změně výše hlasovacích práv v nekótované společnosti. Tato povinnost nastupuje, pokud podíl na hlasovacích právech dosáhne hodnot 10%, 20%, 30%, 50% a 75%. Současně s tím také musí správce fondu sdělit tuto skutečnost orgánům této společnosti jakož i jejím akcionářům. Nadto ještě musí správce fondu informovat dozorčí radu společnosti o svých záměrech s touto společností, a to zejména s ohledem na potenciální nepříznivé dopady na zaměstnance této společnosti. Tato informační povinnost nastupuje pouze v případech, kdy fond nabude více jak 50 procentní podíl na hlasovacích právech. Článek 30 Směrnice pak obsahuje omezující ustanovení týkající se možného rozdělení zisku, snížení základního kapitálu aj. po dobu dvou let od získání kontroly nad nekótovanou společností.

## **Vztah k fondům domicilovaným ve třetích zemích**

Vztah Směrnice k fondům domicilovaným ve třetích zemích se bude měnit ve třech periodách. V prvních dvou letech zůstanou v platnosti příslušné právní předpisy jednotlivých členských zemí, jež budou pouze v malé míře upraveny s přihlédnutím k požadavkům Směrnice. Po této lhůtě bude zaveden režim jednotného evropského pasu, který fondům registrovaným v jedné členské zemi umožní nabízet své produkty po celé Evropské unii. Po dobu tří let bude režim jednotného evropského pasu koexistovat s režimy národními, než dojde k jejich zrušení a od roku 2018 tak bude existovat již jen režim jednotného evropského pasu. Článek 34 a následující stanoví podmínky pro nabízení produktů fondů v EU, přičemž jsou zde řešeny čtyři možné situace: 1) Správce i fond jsou z členské země EU, 2) Správce je z členské země EU, fond nikoliv, 3) Správce je mimounijní, fond je z členské země EU, 4) Správce i fond jsou mimounijní. Pro každou ze skupin stanoví směrnice prostor pro diskreční opatření jednotlivých členských států.

Směrnice pak v článku 34 stanoví předpoklady výkonu činnosti mimounijních správců, kterými jsou:



*a) jsou uzavřeny náležité dohody o spolupráci mezi příslušnými orgány domovského členského státu správce a orgány dohledu třetí země, v níž je mimounijní alternativní investiční fond usazen, zajišťující s ohledem na čl. 50 odst. 4 alespoň účinnou výměnu informací, která příslušným orgánům umožní plnit jejich povinnosti podle této směrnice;*

*b) třetí země, v níž je mimounijní alternativní investiční fond usazen, není uvedena na seznamu nespolupracujících zemí a území vypracovaném Finančním akčním výborem proti praní peněz a financování terorismu;*

*c) třetí země, v níž je mimounijní alternativní investiční fond usazen, podepsala s domovským členským státem povoleného správce a s každým dalším členským státem, v němž mají být podílové jednotky nebo akcie mimounijního alternativního investičního fondu nabízeny, dohodu, která je plně v souladu se zásadami stanovenými v článku 26 vzorové úmluvy OECD o daních z příjmu a majetku a zajišťuje účinnou výměnu informací v oblasti daní, včetně případných mnohostranných daňových dohod.*

Fondy, jež nevyhoví požadavkům směrnice tak nejen, že nebudou moci nabízet evropským investorům své služby, ale tito zřejmě nebudou moci do takového fondu investovat, ani pokud by si tento fond sami aktivně vyhledali. Zde je nutno podotknout, že splnění požadovaných povinností nebude zcela v rukou správců fondů, jelikož příslušné dohody, jež jsou článkem 34 vyžadovány jsou dohodami na vládní úrovni a jednotlivé členské státy tak mohou fakticky blokovat jejich přijetí. Dopadem tohoto ustanovení tedy může být, že evropští investoři nebudou mít přístup k některým fondům.

#### **4.4.2.4 Důsledky plynoucí pro hedgeové fondy ze směrnice AIFM**

Správci fondů budou muset v tomto případě učinit rozhodnutí, zda přesunout svůj fond do jiné země, jež splní podmínky směrnice, popřípadě do členské země Evropské unie, nebo zda se vzdát možnosti nabízet tento fond unijním investorům.

Pokud se správce rozhodne pro první možnost, tedy re-domicilování fondu, bude pro něj zřejmě výhodnější usadit svůj fond v některé ze členských zemí Evropské unie než například v USA, kde by evropští investoři byli předmětem dvojího zdanění. Zde se tedy otevírá prostor pro členské státy, aby si ukrojily část z koláče finančních a pracovních výhod, který s sebou tyto subjekty přináší a zároveň může tato směrnice způsobit velmi zajímavý obrat v trendu, kdy do této doby sídlily hedgeové fondy v destinacích, které jim poskytovaly co nejmenší možnou míru regulace, zatímco nyní budou zřejmě vyhledávat sídlo v EU, kde je regulace nejvyšší. Tento obrat by měl být způsoben garancí transparentnosti a bezpečnosti, jež danému fondu poskytne sídlo v EU a její dozorové prostředky, jakož i přístup širokého spektra investorů k těmto fondům.

Ačkoliv někteří autoři tuto myšlenku prosazují<sup>57</sup>, myslím si, že bude ve velké míře záležet na výkonnosti těchto fondů. Pokud budou fondy domicilované v členském státě EU významněji zaostávat za fondy srovnatelnými, usazenými v jiných jurisdikcích, vždy se dle mého soudu najdou cesty pro přísun evropského kapitálu do nich a záleží tedy jen na poměru rizika takovýchto cest k výnosům těchto fondů. Dále je třeba zdůraznit, že současný stav je takový, že většina fondů je domicilována offshore, zatímco správci sídlí v EU, především v Londýně. Následkem Směrnice může být, že offshoreové fondy, jež nebudou re-domicilovány a nebudou moci nabízet své služby v EU, zruší své evropské pobočky a tedy i evropské správce fondů, což povede k úbytku pracovních míst, zejména v Londýně.

Kladným bodem Směrnice bezpochyby je sjednocení dosud fragmentovaného evropského trhu, kdy jednotlivé členské státy stanoví pro alternativní fondy mnohdy zcela odlišné podmínky, což těmto fondům způsobuje potíže při získávání potřebného kapitálu. Je však otázkou, jež zodpoví teprve praxe, nakolik povinné informování regulátora, limity na finanční páku a jiné povinnosti povedou ke snížení výnosnosti a tím i atraktivity fondu.

#### ***4.5 Právní úprava hedgeových fondů v jednotlivých evropských zemích***

---

<sup>57</sup> Viz zpráva poradenské společnosti KPMG a názory Jonathana Martina, dostupné na <http://www.kpmg.com/Ca/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/AIFMpaper.pdf>, [online], [cit. 2013-03-29]

V této kapitole nastíním, jak jsou hedgeové fondy upravené v jednotlivých členských zemích Evropské unie. Vzhledem k ustupující důležitosti národních úprav a k rozsahu této práce bude tento nástin spíše stručný, avšak měl by stačit k přibližné představě, jak odlišné jsou podmínky pro založení a provozování hedgeového fondu v jednotlivých zemích.

Co se týče národních úprav, není téměř v žádné z nich hedgeový fond definován (IOSCO, str. 29) a většinou se tyto fondy zařazují pod povšechnou definici „*jiný fond, než jsou fondy definované*“. Například v Itálii se hedgeové fondy nazývají „*Fondi Speculative*“ (EFAMA, str. 12). Společné všem jurisdikcím je, že v nich lze zřídit subjekt, jež je hedgeovým fondem, a to i jako fond fondů.

#### 4.5.1 Velká Británie

Londýn je druhým největším světovým centrem hedgeových fondů po New Yorku a největším v Evropské unii<sup>58</sup>, proto v tomto srovnání věnuji jurisdikci Velké Británie větší prostor.

Pokud mluvíme o regulaci hedgeových fondů ve Spojeném Království, pak se jedná v drtivé většině případů o regulaci pouze manažerů těchto fondů, protože fondy samotné jsou většinou domicilovány offshore. Předpokladem pro provozování činnosti správce hedgeového fondu bylo získání autorizace od britského regulátora, *The Financial Services Authority* (FSA), podle oddílu 19 zákona o finančních službách a trzích (*The Financial Services and Markets Act, FSMA*)<sup>59</sup>. K 1. dubnu 2013 došlo ke zrušení tohoto regulátora a k rozdělení jeho pravomocí mezi dvě nově zřízené agentury, *Prudential Regulation Authority*, *Financial Conduct Authority* a *Bank of England*. Prvně jmenovaná má pravomoci především co se týká obezřetnosti a dozorování finančního zdraví subjektů, druhá především reguluje marketing finančních produktů a chování managementu fondů a udílí potřebné autorizace.

---

<sup>58</sup> Dle průzkumu International Financial Services London (IFSL), Hedge Funds (2012), jež je dostupný na [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk)[online],

<sup>59</sup> § 19 *The general prohibition.*

(1) *No person may carry on a regulated activity in the United Kingdom, or purport to do so, unless he is—*  
(a) *an authorised person;*

*or*

(b) *an exempt person.*

Teorii je často zdůrazňován odlišný přístup k regulaci u SEC a FSA. Britský regulátor zastával takzvaný *principles-based approach*, tedy přístup založený na principech, zatímco jeho americký protějšek *rules-based approach*. *Principles-based approach* ve stručnosti znamená, že hedgeové fondy musí dodržovat principy zveřejněné v *FSA Handbook of Rules and Guidance*. Tyto principy nejsou vytvořeny pouze pro hedgeové fondy, ale pro všechny subjekty finančního trhu, jež podléhaly doзору FSA (nyní tedy FCA), a proto bylo nutno vytvořit materiál, jež by vyložil, co přesně tyto principy znamenají pro hedgeové fondy. Pro tento účel byla v roce 2007 vytvořena *The Hedge Fund Working Group*, která vydala v lednu 2008 závěrečnou zprávu, kde tyto principy vyložila. Rozebírat tuto zprávu by bylo nad rámec této práce, proto odkáží na materiál britské advokátní kanceláře Dechert, kde je tato zpráva velmi dobře shrnuta<sup>60</sup>.

FSA zřídila pro dohled nad hedgeovými fondy *Center for Hedge Fund Supervision*, které má za úkol podrobně dozorovat činnost pětatřiceti největších hedgeových fondů ve Velké Británii<sup>61</sup>.

FSA zastávala (a FCA zřejmě bude zastávat též) *risk-based supervision*, tedy dozor nad subjekty, který je zaměřen na vyhodnocování rizika, jež tyto subjekty pro finanční trh představují. Tento dozor sestává z periodického hodnocení rizik pomocí hodnocení chování managementu společnosti, corporate governance nebo finančních výkazů společnosti a je souhrnně nazýván ARROW II<sup>62</sup>. V případě potřeby následuje takzvaný *outcome-based approach*, kdy regulátor hodnotí postup managementu a jeho rozhodnutí a v případě potřeby zasahuje. V poslední době, zejména od roku 2010, kdy FSA vydala *Business plan*, kde shrnula, jaký přístup bude zastávat, se objevuje ústup od *principles-based approach*, kdy FSA jednala pouze, pokud „se něco pokazilo“, jak se vyslovil její CEO Hector Sants<sup>63</sup> a do popředí se dostává *outcome-based approach*, kde regulátor jedná proaktivně a zasahuje, pokud dojde k názoru, že je společnost vedena

---

<sup>60</sup> Tento materiál je dostupný na [http://www.dechert.com/files/Publication/b291306a-cedc-4310-a0d8-171989851a49/Presentation/PublicationAttachment/4590e351-7c67-44e2-85ad-1925085e9f05/FS\\_4\\_2-08\\_Hedge\\_Fund\\_Working\\_Group\\_Issues\\_Final\\_Report.pdf](http://www.dechert.com/files/Publication/b291306a-cedc-4310-a0d8-171989851a49/Presentation/PublicationAttachment/4590e351-7c67-44e2-85ad-1925085e9f05/FS_4_2-08_Hedge_Fund_Working_Group_Issues_Final_Report.pdf) [online], [cit. 2013-04-01]

<sup>61</sup> SCHMIDT, Michael J. Investor Protection in Europe and the United States: Impacting the Future of Hedge Funds. *Wisconsin International Law Journal*, 2007, roč. 25, č. 1, str. 162-188. ISSN 0743-7951

<sup>62</sup> Více informací na <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/approach/assessment/index.shtml> [online], [cit. 2013-04-01]

<sup>63</sup> Rozhovor s ním je k dispozici na [http://www.btaconsulting.co.uk/news/press/Elsob1\\_180310.pdf](http://www.btaconsulting.co.uk/news/press/Elsob1_180310.pdf), [online], [cit. 2013-04-01]

špatně<sup>64</sup>. Tento přístup je tedy charakteristický tím, že si regulátor musí učinit vlastní úsudek o jednání managementu a zasáhnout bez čekání na výsledky a čísla společnosti, což může v určitých případech vést ke včasným zásahům a zmírnění případných ztrát, ale také se může ukázat, že posouzení situace ze strany regulátora bylo nesprávné a je poté otázkou, do jaké míry ponese regulátor odpovědnost s tím spojenou.

Pro úplnost je třeba dodat, že i ve Velké Británii stejně jako ve většině evropských zemí mohou být finanční produkty hedgeových fondů, kromě dvou výjimek uvedených níže, nabízeny jen omezené skupině investorů, kteří prokáží svou kvalifikovanost. Podrobnosti upravuje oddíl 21 *Financial Services and Markets Act*<sup>65</sup>.

Jak bylo zmíněno na začátku této kapitoly, většina hedgeových fondů spravovaných britskými manažery je domicilována *offshore*. To ovšem neznámá, že by byly samotné hedgeové fondy v Británii neexistující. Hedgeové fondy mohou být podle právního řádu Velké Británie zřízeny ve dvou variantách, a to sice jako autorizované a neautorizované. Autorizaci fondům udílela do roku 2013 FSA, nyní tak činí FCA. Autorizované fondy mohou být zřízeny jako *Authorized Unit Trust* podle FSMA, nebo *Investment Companies with Variable Capital* podle *Open-Ended Investment Companies Regulations* z roku 2001. V rámci autorizovaných fondů pak může být zřízen buď *Qualified Investor Scheme*, jež je určen výhradně pro kvalifikované investory a jedná se tedy o variantu zřizovanou manažery hedgeových fondů, nebo retailový *Futures and Options Fund*, či *Geared Futures and Options Fund*, které jsou dostupné i pro veřejnost. Neautorizované fondy pak mohou nabývat formy *Unauthorized Unit Trust*, nebo uzavřeného fondu.

#### 4.5.2 Spolková republika Německo

Úprava hedgeových fondů v Německu je zajímavá svojí naprostou odlišností od úpravy americké či britské. Zatímco přístup SEC v USA by se dal charakterizovat jako nepřímá a v malé míře praktikovaná regulace (i když je v současné době patrný jistý

---

<sup>64</sup> Článek o této změně přístupu je dostupný na <http://www.out-law.com/page-10838>[online], [cit. 2013-04-01]

<sup>65</sup> FSMA je dostupný na <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/21> [online], [cit. 2013-04-01]

ústup od tohoto pojetí), přičemž ovšem možnosti investovat do hedgeových fondů a nabízet tyto fondy jsou omezeny jen na kvalifikované investory, německý přístup spočívá v co největší míře regulace hedgeových fondů a jejich správců, avšak nabízení těchto investic veřejnosti je povoleno (SCHMIDT, str. 178).

Hedgeové fondy, nazývané v Německu *Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken* (Fondy s dodatečnými riziky) jsou upraveny v *Investmentgesetz* (InvG) z roku 2004<sup>66</sup>. Německý právní řád je jedním z mála, který poskytuje definici pojmu hedgeový fond. InvG hedgeový fond v § 112 definuje jako fond, jež v rámci své činnosti používá buď prostředků finanční páky či prodeje na krátko, nebo obojího a není omezen ve výběru aktiv, do nichž může investovat<sup>67</sup>.

Co se týče právní formy hedgeových fondů, mohou fondy nabývat podob shodných s českou právní úpravou. Mohou se tedy vyskytovat ve dvojí podobě, buď jako investiční fondy (*Sondervermögen*), které jsou obhospodařovány investiční společností, nebo jako investiční akciové společnosti (*Investmentaktiengesellschaften*). Pro výkon své činnosti potřebují hedgeové fondy získat licenci od regulátora, jímž je v Německu *BaFin* (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*)<sup>68</sup>. Své akcie poté investiční akciové společnosti nesmí nabízet formou veřejného upisování a k nabízeným akciím musí být vydán prospekt, který obsahuje pravidla fondu a varování před možnými ztrátami<sup>69</sup>.

Německý právní řád neomezuje hedgeové fondy co do možných strategií ani nestanoví limity pro výši finanční páky avšak InvG ve svém §112, odst. 4 svěřuje Spolkovému ministerstvu financí pravomoc vydat nařízení, jímž stanoví požadavky a kritéria, za kterých bude možno omezit použití finanční páky a prodej na krátko, za

---

<sup>66</sup> V úplném znění je dostupný na <http://www.gesetze-im-internet.de/invvg/> [online], [cit. 2013-04-06]

<sup>67</sup> Definice v §112 zní: „*Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken sind Investmentvermögen, die den Grundsatz der Risikomischung beachten und im Übrigen im Rahmen ihrer Anlagestrategien keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände nach § 2 Absatz 4 Nummer 1 bis 4, 10 und 11 sowie Anteile an Investmentvermögen nach Maßgabe der §§ 50, 66, 83, 90g und 112 sowie an entsprechenden ausländischen Investmentvermögen unterworfen sind. Die Vertragsbedingungen des Sondervermögens müssen zudem mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen: 1. eine Steigerung des Investitionsgrades des Sondervermögens über grundsätzlich unbeschränkte Aufnahme von Krediten für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger oder über den Einsatz von Derivaten (Leverage), 2. den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Sondervermögen gehören (Leerverkauf).*“

<sup>68</sup> Příslušné podmínky jsou stanoveny v § 97 InvG. Kromě jiného musí mít společnost základní kapitál alespoň 300 tis. EUR a vedoucí pracovníci musí splňovat určité odborné a osobnostní předpoklady.

<sup>69</sup> Dle §90p InvG.

účelem ochrany finanční stability trhů. Tuto svou pravomoc může Spolkové ministerstvo financí přenést na příslušný regulační úřad. Konečně je třeba uvést, že německý právní řád neklade žádné požadavky na investory, kteří mohou do fondu vstoupit, ani z hlediska jejich příjmů, minimální výše investice či kvalifikovanosti.

### 4.5.3 Irsko

Z mého pohledu nejperspektivnější evropskou destinací pro hedgeové fondy a tedy i místem, kam budou povětšinou re-domicilovány offshoreové fondy v souvislosti s AIFM je Irsko, a proto se mu budu v této kapitole věnovat podrobněji a vynechám na jeho úkor právní úpravu hedgeových fondů ve Francii a dalších velkých evropských zemích, které jsou ovšem pro hedgeové fondy pro svou přebujelou byrokracii, některé nesmyslné požadavky a neefektivnost mnohdy nevhodné.

Irsko bylo v posledních letech známé jako místo vhodné pro usazení klasických investičních fondů, avšak v nedávné době se vzhledem k novému regulačnímu rámci (nejen) v Evropské unii stává i vyhledávanou destinací pro alternativní investiční fondy a především pro fondy hedgeové, když v roce 2012 bylo z v Evropě usazených hedgeových fondů celých 63% v Irsku.

Samotný termín hedgeový fond není v irském právním řádu výslovně upraven, je řazen pod alternativní investiční fondy, přičemž charakteristickými vlastnostmi hedgeového fondu jsou použití finanční páky a využívání služeb hlavních makléřů. Všechny investiční fondy, včetně fondů hedgeových, podléhají v Irsku autorizaci Central Bank of Ireland a dělí se na fondy spadající pod režim směrnice UCITS a fondy, které pod tento režim nespádají a řídí se pouze irským právem. Fondy, jež se řídí irským právem jsou pro hedgeové fondy zajímavější, neboť sice neposkytují komfort jednotného evropského pasu, avšak zároveň pro ně nejsou stanoveny maximální limity finanční páky ani omezení co do možných investičních strategií. Problém absence jednotného evropského pasu bude překonán až v polovině roku 2013 vstoupí v platnost směrnice AIFM a i proto roste v poslední době počet fondů nově v Irsku usazených raketovým tempem.

Irský právní řád umožňuje založení tří entit, které se liší podle typu investorů na něž jsou zaměřeny. Jde o *Qualifying Investor Fund* (QIF), *Retail Investor Fund* a

*Professional Investor Fund*. Vzhledem k tomu, že absolutní většina hedgeových fondů volí formu QIF, budu se na dalších stránkách věnovat této entitě.

#### **4.5.3.1 *Qualifying Investor Fund (QIF)***

Tyto fondy se vyznačují tím, že nejsou nijak omezeny co do výše finanční páky či investičních strategií, jež mohou použít a zjednodušenou formou prospektu, který vydávají. V něm musí uvést pouze míru finanční páky, kterou používají, jakož i investiční cíle a záměry fondu. Předpisy Irské centrální banky požadují ke vstupu do tohoto fondu investici v minimální výši 100 tisíc EUR a fond musí být nabízen pouze kvalifikovaným investorům, jimiž jsou:

a) profesionální investoři podle přílohy II směrnice 2004/39/EC o trzích s finančními nástroji (MiFID)(zde se jedná zejména o institucionální investory, ale i určité skupiny jednotlivců)

b) investor, který obdrží osvědčení od úvěrové instituce v EU, nebo od společnosti dle MiFID, nebo správce dle UCITS o tom, že rozumí složení investic a jejich schématu

c) investor, který písemně stvrdí, že je informovaným investorem (stvrdí, že má potřebnou úroveň vědomostí o finančních trzích a jejich nástrojích)

Takto mírné požadavky činí Irsko v očích manažerů fondů velmi atraktivním, kteroužto atraktivitu ještě zvyšuje fakt, že příslušná autorizace fondu který tyto podmínky splní je ze strany Irské centrální banky otázkou 24 hodin (MATHESON, str. 10). QIF existuje ve dvou podobách a to sice jako *self-managed* (samosprávný) a *managed*, kde tento fond spravuje osoba od fondu odlišná, jež musí být irským rezidentem.

QIF může být zřízen v některé z následujících právních struktur, které se od sebe liší rozdílnými právními požadavky:

#### ***Variable Capital Investment Company (VCC)***

VCC je entita, jež je zřízena buď dle části XIII zákona o společnostech z roku 1990 pokud jde o fondy, které nespádají pod režim směrnice UCITS, anebo dle



směrnice UCITS. Tato entita je pro fondy domicilované v Irsku nejtypičtější. VCC je samostatná právnická osoba, jež je řízena *board of directors*. Majetek společnosti je ve vlastnictví této společnosti a je rozdělen na akcie, jež vlastní jednotliví investoři, přičemž vlastní správa majetku bývá svěřena správci. Hodnota základního kapitálu společnosti je, jak již napovídá její název proměnlivá, přičemž jeho výše se mění s ohledem na úpis a odkup investičních akcií. Zákon o společnostech požaduje pro tuto formu vydávání prospektu, kde bude výslovně uvedeno, že po celou dobu bude společnost dodržovat principy rozložení rizika, což pro jiné formy (např. *Unit Trust*) není vyžadováno. Tato společnost musí mít minimálně dva ředitele (požadavek zákona o společnostech), kteří musí být z Irska (požadavek Irské centrální banky).

### ***Unit Trust (UT)***

UT může být vytvořen, analogicky jako VCC, buď dle Irské legislativy (*Unit Trusts Act* z roku 1990), nebo dle UCITS. Unit trust je smluvní entitou, vytvořenou podpisem listiny o založení trustu mezi manažerem a správcem majetku (*trustee*), oba musí mít domicil v Irsku. UT není narozdíl od VCC právnickou osobou a úkony tak za něj činí manažer. *Trustee* je veden jako vlastník majetku UT, přičemž tento je rozdělen na jednotky (*units*) jež reprezentují podíl investorů na majetku UT. Nutností u UT je vytvoření společnosti, která ho spravuje a jež má své sídlo v Irsku.

Dalšími formami, prostřednictvím nichž lze zřídit QIF jsou *common contractual fund (CCF)* dle *Companies and Miscellaneous Provisions Act* z roku 2005 a *investment limited partnership (ILP)* dle *Investment Limited Partnerships Act* z roku 1994, které však nejsou v praxi příliš využívány a proto se jim zde nebudu dále věnovat.

Dalším důvodem pro oblíbenost Irska coby destinace pro hedgeové fondy je zdejší příznivý daňový systém. QIF je vyjmut z povinnosti odvádět daň z příjmu a ze zisku a na platby QIF svým investorům do zahraničí se též nevztahuje žádná srážková daň, což je pro alternativní fondy velmi výhodné už samo o sobě a vezmeme-li v úvahu ještě fakt, že Irsko není považováno za daňový ráj a na příjmy z něj pocházející tak nebudou v zemi investora uvalovány „trestné“ daně tak, jako je tomu u příjmů pocházejících z daňových rájů a také množství dohod o zamezení dvojího zdanění,

jejichž stranou Irsko je, stává se Irsko destinací, jež zřejmě zatím nemá v Evropě konkurenci.

### **Náležitosti a autorizace QIF**

Předem je vhodné poznamenat, že QIF mohou existovat jednak v jednoduché podobě, kdy jeden subjekt spravuje jeden fond, nebo v podobě takzvaných *umbrella funds*, což je případ, kdy se jeden QIF skládá z více různých pod-fondů. Výhodou této struktury je nižší administrativní zátěž a většinou i bezplatná možnost investorova mezi těmito fondy přelévat svůj kapitál.

Autorizaci QIF provádí Central Bank of Ireland (CBI), pro získání povědomí o tom, jak rychlý a jednoduchý je proces autorizace doporučuji přečíst si její *Guidance note on authorisation*<sup>70</sup>. CBI vyžaduje aby každý fond měl promotéra, tedy osobu, jež bude nabízet možnost do fondu investovat, přičemž touto osobou může být například i investiční manažer fondu. Promotér pak podléhá autorizaci ze strany CBI, která se též musí přesvědčit o odbornosti a zkušenostech managementu, což činí při osobních pohovorech. Následně pak manažery schvaluje, přičemž minimálně dva z nich musí být irskými rezidenty. Dále je vyžadováno, aby každý fond spolupracoval s irským opatrovníkem (*custodian*) u něhož jsou uložena aktiva fondu, irskou auditorskou společností a aby některé aktivity, jako například účetnictví, byly uskutečňovány v Irsku. Po získání autorizace podléhá QIF dohledu Irské centrální banky, k níž také činí veškerá potřebná podání.

## ***4.6 Hedgeové fondy v právním řádu České republiky***

### ***4.6.1 Situace de lege lata***

V České republice je v současné době účinným předpisem, jež upravuje oblast kolektivního investování zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění

---

<sup>70</sup> Dostupná na <http://www.centralbank.ie/regulation/industry-sectors/funds/Documents/Guidance%20Note%201%2007%20Authorisation%20of%20QIFs%20Application%20process.pdf>[online], [cit. 2013-05-12]

pozdějších předpisů (ZKI). Tento zákon byl v roce 2004 vydán především aby zajistil harmonizaci nevyhovující české úpravy se směrnicí 85/611/EHS v souvislosti se vstupem do EU. Zákonem 224/2006 Sb. bylo poté zavedeno rozdělení fondů na fondy určené pro veřejnost a fondy určené pro kvalifikované investory, s čímž souviselo i zavedení speciálního fondu kvalifikovaných investorů a fondu nemovitostního. Jak však uvádí důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech, byly tyto změny jen nekoncepční a dílčí (DŮVODOVÁ ZPRÁVA K ZISIF, str. 5).

Alternativní fondy, jež se v ČR mohou vyskytovat, můžeme rozdělit na dvě skupiny, a to sice na alternativní fondy, jež jsou nabízeny veřejně a fondy, jež mohou shromažďovat prostředky pouze od kvalifikovaných investorů. Způsob investování veřejně nabízených alternativních fondů je regulován do té míry, že jim neumožňuje provádění strategií typických pro hedgeové fondy a proto se jimi zde nebudu zabývat. Fondy kvalifikovaných investorů (FKVI) jsou charakteristické tím, že investovat do nich může pouze investor, jež je zákonem považován za kvalifikovaného, tedy ten, jež splní dvě podmínky, kterými jsou písemné prohlášení investora o tom, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry a minimální výše investice, která činí jeden milion Kč.

Způsob investování těchto fondů pak není omezen, avšak omezení je zde co do maximálního počtu investorů (akcionářů), jichž může být nejvýše 100 a tyto fondy nesmějí být veřejně nabízeny či propagovány.

K zamyšlení nad současným právním stavem FKVI je vhodné ocitovat Zprávu ČNB o finanční stabilitě z roku 2011: *„FKVI jsou v prostředí České republiky zakládány v drtivé většině jako daňově - optimalizační schémata pro vlastníky/investory do nemovitostí. Fondy typu hedge fondů nebo fondů private equity nebyly podle českého práva dosud založeny. Podle našeho názoru upřednostňují zakladatelé hedge fondů nebo fondů private equity jurisdikce s výhodnějším zdaněním a regulací, jež je praxí při aplikaci dlouhodobě osvědčena“*. Je tedy zřejmé, že FKVI nenaplňují účel, pro který byla tato varianta zřízena.

#### **4.6.2 Právní úprava *de lege ferenda***

Úprava obsažená v návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF) a v návrhu nařízení k provedení tohoto zákona si klade za cíl přiblížit kapitálový trh v ČR zemím s rozvinutým kapitálovým trhem, a proto si bere za vzor zejména lucemburskou právní úpravu. Touto úpravou též dojde k transpozici směrnic UCITS (2009/65/ES) a AIFM. ZISIF nově do české právní úpravy zavádí pojem administrátora fondu známý ze zahraničních právních úprav. Jedná se o osobu, která se zabývá činnostmi typu vedení účetnictví, právní služby, ale i komunikací s investory. Je třeba od ní odlišovat obhospodařovatele fondu, který se o fond stará co do správy portfolia. Na základě toho, zda fond obhospodařovatele má, či ne dělí zákon fondy na samosprávné a nesamosprávné (tento termín však zákon nepoužívá).

Zákon upravuje podmínky pro obhospodařování a administraci investičních fondů a zahraničních investičních fondů a nabízení investic do těchto fondů, přičemž pojem investiční fond je zde nově používán jakožto kategorie zastřešující všechny druhy fondů nezávisle na jejich právní formě. To znamená, že do této kategorie spadá i například podílový fond. Investiční fondy jsou dále děleny na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů. Fondy kolektivního investování se dále dělí na standardní fondy a speciální fondy. Fondy kvalifikovaných investorů tedy nově nebudou formálně řazeny pod pojem fondy kolektivního investování. Zásadní změnou oproti současné právní úpravě pak je možnost zřídit investiční fond i jako jinou právní formu, než akciovou společnost či podílový fond. Těmito novými formami budou akciová společnost s proměnným základním kapitálem, komanditní společnost na investiční listy a svěřenský fond, které budou zřízeny zákonem 90/2012 Sb. respektive 89/2012, tedy zákonem o korporacích a novým občanským zákoníkem a společnost s ručením omezeným, evropská společnost nebo družstvo. Zřízení investičního fondu prostřednictvím těchto forem však bude možné pouze v případě fondu kvalifikovaných investorů.

Výše zmíněné entity mají svůj předobraz v zahraniční právní úpravě, konkrétně svěřenský fond lze přirovnat k *unit trust*, který je zmíněn v kapitole o irské právní úpravě, akciová společnost s proměnným základním kapitálem je vytvořena dle lucemburské úpravy takzvané SICAV a komanditní společnost na investiční listy by se dala přirovnat k *limited liability partnership* podle britského a amerického právního řádu.

Dle mého názoru bude v praxi hedgeovými fondy nejčastěji využíváno struktury akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, neboť této entity je nejčastěji využíváno v Irsku a to sice ve formě VCC, popřípadě komanditní společnosti na investiční listy a proto zde nastíním jejich úpravu. V tomto ohledu je třeba upozornit na fakt, že k zavedení těchto společností do českého právního řádu dojde nejdříve v lednu roku 2014, čímž se může snižovat atraktivita ČR v očích správců fondů, kteří si budou vybírat místo pro re-domicilaci.

### **Akciová společnost s proměnným základním kapitálem**

Tato právní forma je dle § 154(2)ZISIF určena výhradně pro investiční fondy. Do obchodního rejstříku se u této entity bude zapisovat pouze tzv. zapisovaný základní kapitál, což je částka, jež byla do společnosti vložena úpisem zakladatelských akcií, zatímco výše základního kapitálu se bude flexibilně měnit s ohledem na úpis či odkup investičních akcií, se kterými je spojeno právo vlastníka žádat jejich odkup na účet společnosti a nebude tedy nutno používat složitou proceduru ke zvýšení a snížení základního kapitálu. U této společnosti tedy existují akcie dvojího typu, jež se od sebe liší co do práv na odkup, práv hlasovacích a možnosti obchodovat s nimi na veřejných trzích. Tato akciová společnost může vytvářet podfondy a pro každý z těchto podfondů může vydávat investiční akcie. Každý z podfondů tak může mít například odlišnou strategii, odlišnou míru rizika atd. a investor se mezi nimi bude moci pohybovat za vynaložení nižších nákladů.

### **Komanditní společnost na investiční listy**

Komanditní společnost na investiční listy je modifikovanou verzí komanditní společnosti, v níž jsou podíly komanditistů představovány investičními listy. Investiční list je zde tedy jakousi obdobou kmenového listu představujícího podíl na společnosti s ručením omezeným (podle zákona o obchodních korporacích). Důvodová zpráva předpokládá využití této formy především u *private equity* fondů. Investiční listy budou neomezeně a nepodmíněně převoditelné, avšak nebude dovoleno jejich obchodování na veřejném trhu. Novinkou je zjednodušená možnost vystoupení komplementáře, když

tento může společnost opustit z důvodů sjednaných ve společenské smlouvě. Tato právní norma bude přípustná pouze pro fond kvalifikovaných investorů.

Tyto dva typy společností jsou ve státech v nichž existuje rozvinutý trh hedgeových fondů nejčastěji používanými entitami, jelikož umožňují jednoduché rozdělení práv a povinností mezi správce fondu a investory. Proto mám za to, že pokud dojde ke zřízení hedgeového fondu v České republice, bude to prostřednictvím jedné z těchto entit, která následně podá žádost o povolení dle § 480 (1) k ČNB, aby mohla fungovat jako fond kvalifikovaných investorů. Varianta, kdy by hedgeový fond existoval ve formě speciálního fondu podle mne nebude využívána.

Kvalifikovaného investora zákon v § 272 chápe mimo jiné jako toho, kdo je profesionálním zákazníkem o ZoPKT, institucionálním investorem (penzijní společnost), nebo učiní prohlášení o tom, že si je vědom rizik s investováním spojených a výše jeho investice činí minimálně 125.000 EUR. Při volbě a praktikování investiční strategie se pak fond řídí svým statutem, v němž stanoví rozložení rizika, techniky obhospodařování, pravidla pro poskytnutí či přijetí úvěru, zápůjčky, daru a další.

Takto zřízené hedgeové fondy pak budou moci fungovat ve dvou legislativních režimech, a to sice v režimu dle směrnice AIFM, kdy budou moci využít benefitů evropského pasu, ale i splnit přísnější požadavky. Toto bude bez výhrad platit pro investiční společnosti, které přesahují rozhodný limit dle AIFMD a pak také pro společnosti, které sice rozhodný limit nepřesahují, ale rozhodnou se pro dobrovolný opt-in do režimu směrnice. Druhou možností je pro hedgeové fondy volba národního režimu, kdy nebudou sice požívat výhod evropského pasu, zato však budou muset plnit mírnější podmínky a dohledu ČNB budou podléhat jen pokud budou představovat systémové riziko.

Směrnice AIFM ve svém čl. 43 (1) umožňuje, aby bylo obhospodařovatelům alternativních fondů umožněno tyto fondy nabízet retailovým investorům a zároveň ponechává na členských státech, aby zajistily potřebnou míru ochrany těchto investorů. Tato diskrece, jíž ČR využila, se však týká pouze fondů speciálních. Pokud je o fondy kvalifikovaných investorů, je možno tyto dle §296 také nabízet veřejně, avšak při nabídce je třeba upozornit, že do nich může vstoupit toliko jen kvalifikovaný investor.

Tento zákon přibližuje ČR zemím s rozvinutým finančním trhem. Ministerstvo financí počítá, že by tato novela mohla přinést českému rozpočtu až 50 miliard korun.

To, jaký bude mít v praxi význam pro domicilování hedgeových fondů (a alternativních fondů vůbec) v České republice však záleží na několika faktorech. Jednak je třeba aby v účinnost vstoupil NOZ a ZoK, které obsahují formy právních entit, s nimiž ZISIF počítá, přičemž to, že se stanou účinnými není při současném politickém vývoji zdaleka jisté. Také je třeba, aby daňová legislativa byla nastavena ve prospěch těchto fondů a aby založení fondu bylo jednoduché, rychlé a efektivní.

Je také třeba zvolit vhodné marketingové prostředky k přilákání těchto fondů, například vydání brožur, kde budou jednoduše popsány formy a postupy, jak je možno fond založit, včetně doby a nákladů. Pokud jde o Irsko a Lucembursko, spatřuji největší konkurenční výhodu ČR v nižších administrativních nákladech spojených s činností fondu, největší nevýhodou naopak je netransparentní daňový systém a zpoždění, s jakým je legislativní úprava uváděna v život, když například v Irsku transpozice důležitých předpisů již proběhly, což mělo za následek příliv zahraničního kapitálu ve formě alternativních fondů. Pokud tedy nějaký stát chce jít cestou lákání sofistikovanějších investičních schémat musí především pružně reagovat na změny trhu a poskytovat těmto subjektům příznivé a stabilní prostředí. To, zda se takovéto prostředí povede vytvořit v ČR ukáže až praxe.

#### **4.7 Singapur**

Jako poslední zde nastíním jurisdikci singapurskou, neboť počet hedgeových fondů tam usazených se v současné době rychle zvyšuje, což je dáno především přílivem bohatých individuálních investorů z Číny. Definicí hedgeových fondů v Singapuru poskytuje *Code on Collective Investment Schemes* vydaný místním regulátorem, *Monetary Authority of Singapore* (MAS). MAS definuje hedgeové fondy pomocí strategií, které používají (prodej na krátko, arbitráž...), prostředků (finanční páka) a aktiv, do nichž investují (deriváty, a aktiva jiná, než kótované akcie, dluhopisy a hotovost) a dělí je na fondy *onshore* a *offshore*. Pokud jde o fond domicilovaný v Singapuru, může tento nabývat podoby uzavřeného podílového fondu, *unit trustu* a *Limited Liability Partnership*. Tyto podoby se od svých anglo-amerických protějšků liší jen v detailech.

Singapurský domicil je výhodný pro hedgeové fondy, jež se specializují na institucionální investory, neboť fond, který má méně než 30 kvalifikovaných investorů nemusí být licencován. Fondy, jež jsou nabízeny retailovým investorům musí dle *Securities and Futures Act* získat *Capital Markets Services* (CMS) licenci od MAS a musí mít základní kapitál v minimální výši jednoho milionu dolarů. Tyto fondy pak nejčastěji existují ve formě *Authorised Unit Trusts* (zatímco fondy offshoreové jsou *Recognised Unit Trusts*). Pro vstup investora do fondu je stanovena minimální výše investice, která činí 100 tisíc dolarů v případě jednoduchého hedgeového fondu a 20 tisíc dolarů pro fond hedgeových fondů.

Finanční poradce (*financial adviser*), který nabízí možnost investování do fondu poté potřebuje získat *Financial Adviser's license* a každý hedgeový fond nabízený retailovým investorům musí vydat prospekt, kde je popsána investiční strategie a míra rizika.

Regulační požadavky jsou kladeny i na personální složení správce (manažera) hedgeového fondu, když minimálně dva z jeho vedoucích pracovníků musí mít předchozí praxi v oblasti hedgeových fondů v délce trvání nejméně pěti let. Naopak nejsou regulovány investiční strategie fondů a míra finanční páky je omezena pouze prospektem fondu. Správce fondu musí podávat regulátorovi výroční audity a zprávy, ve kterých uvede informace o složení portfolia, zejména 10 největších investic, kteroužto povinnost ovšem nemusí splnit, pokud by to ohrozilo jeho finanční zájmy.

Na příkladu Singapuru tedy můžeme vidět, že principy právní úpravy hedgeových fondů jsou dnes po celém světě velmi podobné, většinou vychází z amerického vzoru a liší se jen v detailech a také to, že hedgeové fondy jsou většinou usazené v jurisdikci jež je dostatečně transparentní, flexibilní a není zbytečně komplikovaná. Dalším faktorem je daňová zátěž a to nejen ve formě korporátních daní, ale také osobních. Z důvodu nižšího daňového zatížení fyzických osob tak dochází ke stěhování manažerů a vedoucích pracovníků hedgeových fondů z jurisdikcí, které postihují vysoké příjmy fyzických osob (Velká Británie má například nejvyšší míru zdanění FO ve výši 50%, o Francii netřeba hovořit). V případě Singapuru je pak jedním z incentivů ještě výhodná strategická poloha přímo v srdci rozvíjejících se asijských ekonomik.



## Závěr

Popsat, co patří pod pojem hedgeový fond je velmi složité, neboť se tento pojem během času velmi měnil s postupným rozvojem investičních strategií. Můžeme však shrnout, že společným jmenovatelem hedgeových fondů po celém světě a ve všech časových obdobích je snaha o zisk za jakýchkoliv podmínek, inovativní a netradiční postupy, jež jsou ve vysoké míře závislé na individuálních schopnostech manažera a určitá uzavřenost těchto fondů pro retailové klienty.

Z těchto důvodů se ukazuje jako velmi těžké hedgeové fondy regulovat, neboť téměř vždy naleznou legislativní skulinu, která operovat nezávisle na regulátorovi. To je dáno především tím, že tyto fondy většinou nemají velký počet klientů, ale o to vyšší je průměrná hodnota investice do nich vložené. Bohatí investoři, jež do nich vkládají své prostředky si většinou hedgeové fondy sami vyhledávají, což je činí do jisté míry nezávislými na marketingu a tím i regulátorovi, jelikož pokud někdo investuje velký kapitál vybere si většinou fond podle jeho výsledků a nehledí na to, kde je domicilován. V této oblasti finančního trhu platí víc, než kde jinde, že řetěz je silný jen tak, jak je silný jeho nejslabší článek a hedgeové fondy si vždy najdou jurisdikci, která jim umožní používat co nejvíce strategií za co nejnižšího zdanění a administrativních nákladů.

S faktem, že do hedgeových fondů investují kvalifikovaní investoři souvisí otázka, zda a do jaké míry je vůbec jejich regulace vhodná. Dle mého názoru je slepou legislativní uličkou snažit se o regulaci strategií, investičních nástrojů, míry finanční páky či zákazu prodejů na krátko, neboť díky těmto instrumentům hrají hedgeové fondy na finančním trhu nezastupitelnou roli, když investují do začínajících společností a poskytují jim tak kapitál potřebný k rozvoji, popřípadě spekulují na pokles aktiv, jejichž cena je nadsazena a stlačí ji tak na odpovídající úroveň. Regulátoři by se dle mého názoru měli věnovat především *insider tradingu*, boji proti podvodům a nekalým obchodním praktikám a v míře, jež nebude pro fondy znamenat přílišnou administrativní zátěž by také měli sbírat informace o systémovém riziku, jež fondy představují.

Můžeme konstatovat, že hedgeové fondy, nebo instituce jim podobné, ať už budou nazývány jakkoliv, budou na finančním trhu existovat do té doby, dokud na něm

bude možno zhodnotit vynaložené prostředky pomocí netradičních a na schopnostech založených strategií.

## **Seznam zkratek**

AIMA - Alternative Investment Management Association

IOSCO - International Organization of Securities Commissions

USA – Spojené státy americké

SEC - Securities and Exchange Commission

LLC - Limited Liability Company

LP - Limited Partners

IRS - Internal Revenue Service

PPM - Private placement memorandum

LTCM - Long Time Capital Management

FSOC - Financial Stability and Oversight Council

CFTC - Commodities and Futures Trading Commission

QIF - Qualifying investor fund

FSA - Financial Services Authority

ERM - European Exchange Rate Mechanism

UCITS - Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

EFAMA - European Fund and Asset Management Association

AIFM - Směrnice 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů

## ***Seznam použité literatury a pramenů***

ANDERSON, J. *UCITS – the alternative way to invest in alternatives* [online]. J.P. Morgan. Zář 2011. [cit. 2013-01-18]. Dostupné na WWW: [http://www.jpnam.ch/de/dms/Market%20Insights%20UCITS%20\[MKR\]%20\[CH\\_EN\].pdf](http://www.jpnam.ch/de/dms/Market%20Insights%20UCITS%20[MKR]%20[CH_EN].pdf)

BRETZLER, M., RUDOLPH, D. *Hedge funds : & alternative investments*. 1. Auflage. Frankfurt am Main : Bankakademie - Verlag GmbH, 2004. 100 s. ISBN 3-937519-08-4.

CONNOR, G.; LASARTE, T. *An Introduction to Hedge Fund Strategies* [online]. London School of Economics. [cit. 2012-09-16]. Dostupné na WWW: <http://www.iam.uk.com/press/lse-publications/An-Introduction-to-Hedge-Fund-Strategies.pdf>

DÍAZ, G. *A Basic Outlook on Hedge Fund Structure and Taxation Issues* [online]. In *University of Puerto Rico Business Law Journal*, roč. 3, č. 2, [cit. 2012-10-09]. Dostupné na www: <http://www.uprblj.com/wp/wp-content/uploads/2011/12/2-UPRBLJ-264.pdf>. ISSN: 2154-218X

EFAMA (European Fund and Management Association), *Hedge Funds Regulation in Europe – A Comparative Survey*. Říjen 2005. Dostupné na www: [http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0016/ddd/pdfv/263740-vpf\\_gronnbok\\_vedlegg.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/kilde/fin/hdk/2005/0016/ddd/pdfv/263740-vpf_gronnbok_vedlegg.pdf)

GIBSON, E. *Is Hedge Fund Regulation Necessary?* *Temple law review*, 2000, roč. 73, č. 681, str. 168-206. ISSN: 0899-8086

HUNT, J. Hedge Fund Regulation: The President's Working Group Committees' Best Practices Reports: Raising the Bar But Missing Risks [online], University of California, Davis - School of Law; Berkeley Center for Law, červen 2008 - [cit. 2012-09-12]. Dostupný z WWW: [http://www.law.berkeley.edu/files/HedgeFundRegulationJune08-21\(1\).pdf](http://www.law.berkeley.edu/files/HedgeFundRegulationJune08-21(1).pdf)

INEICHEN, A. AIMA'S Roadmap to hedge funds [online]. 2012 Edition, Únor 2012 [cit. 2012-11-21]. Dostupné na WWW: <http://www.aima.org/en/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm>

IOSCO, *Final Report – The Regulatory environment for hedge funds, a survey and comparison* [online]. Listopad 2006. [cit. 2012-12-13]. Dostupné na WWW: <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20060317-2/02.pdf>

FONG, I; GIFFORD, H. *The World of Hedge Funds*. 1.vyd. Singapore : Mainland Press, 2005. ISBN 9-812-56377-6.

FRIESE, S. *U.S. Regulations of Hedge Funds*. 1. vyd. USA : American Bar Association, 2006. ISBN 1-590-31297-1.

JAEGER, R. *All About Hedge Funds*. 1.vyd. New York : McGraw-Hill, 2002. ISBN 0-071-39393-5.

JOHNSON, B. *The Hedge Fund Fraud Casebook*. 1. vyd. New York : John Wiley and Sons, 2010. ISBN 0-470-56046-4.

LEDERMAN, S. *Hedge Fund Regulation*. 1. vyd. USA : Practising Law Institute, 2006. ISBN 1-402-40287-2.

NAVENDU, P. *Taxation of U.S. Investment Partnerships and Hedge Funds: Accounting Policies, Tax Allocations, and Performance Presentation*. 1. vyd. New York : John Wiley and Sons, 2010. ISBN 0-470-60575-8.

PHILLIPS, K. S.; SURZ, R. J. *Hedge Funds : Definitive strategies and techniques*. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc, c2003. 211 s. ISBN 0-471-46309-4.

QUAGLIA, L. *The 'old' and 'new' political economy of hedge funds regulation in the European Union*. In: *West European Politics*, roč. 34, č. 4. červenec 2011, str. 665-682. ISSN 0140-2382.

RITTEREISER, C. *Top Hedge Fund Investors: Stories, Strategies, and Advice*. 1. vyd., New York: Wiley and Sons, 2010. ISBN 0-470-50129-4

SAMI, G. A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe. *Northwestern journal of international law & business*, 2009, roč. 29, č. 1, str. 275-307. ISSN: 0196-3228

SCHMIDT, Michael J. Investor Protection in Europe and the United States: Impacting the Future of Hedge Funds. *Wisconsin International Law Journal*, 2007, roč. 25, č. 1, str. 162-188. ISSN 0743-7951

SCIALES, O., *A guide to the AIFM Directive compromise text* [online]. 4. listopad 2010, [cit. 2013-02-15]. Dostupné na WWW: [http://www.cs-avocats.lu/legal-news/investment\\_management/guide-aifm-directive-compromise-text-update-country-rules/](http://www.cs-avocats.lu/legal-news/investment_management/guide-aifm-directive-compromise-text-update-country-rules/)

STEINHARDT, M. *No Bull: My Life In And Out Of Markets*. 1. vyd. New York : Wiley and Sons, 2004. ISBN 0-471-66046-9

## ***Abstract***

### **Modes of the legal regulation of hedge funds**

This thesis focuses on hedge funds, their history, main strategies, role on the financial market and regulation. It compares approach to regulation of those entities in the US, European Union (and its certain member states) and in significant offshore jurisdictions. Its major focus is on the financial crisis from the year 2008 and its impacts on hedge funds. Its goal is to find whether the regulation of hedge funds can be beneficiary and what approach should the regulator take.

It discusses the effects of the Dodd-Frank act, UCITS IV and AIFMD and compares those legislative documents. It consists of four chapters. In first chapter it tries to define the term hedge fund. Second chapter briefly explains history of hedge funds and historical approach to their regulation in the US. Third chapter discusses various strategies used by hedge funds and their outcomes. Legislative approach in various countries is being investigated in part four of this thesis. It compares regulation on hedge funds in the US, European Union, Great Britain, Ireland, Germany, Czech Republic and Singapore.

It tries to predict what is going to happen with the hedge fund market after implementation of the EU Directive AIFM in the years 2013 to 2018 and it also tries to find the possible position of Czech Republic on this market in the foregoing years.

Conclusions are drawn in *Závěr*. I suggest that hedge funds should be regulated only in the terms of insider trading, possible frauds and only to the extent of the systematic risk they cause to the financial sector. Attempts to regulate their investment strategies and instruments or the amount of leverage they use are blind legislative alley, because qualified investros with high amounts of capital will always find their way to the best performing hedge fund and it doesn't matter, whether is this fund located on- or offshore until it performs well.

Hedgeové fondy, finanční trh, regulace, UCITS, AIFM

Hedge Funds, Financial market, regulation, UCITS, AIFMD



