

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta

Katarína Kucharovičová

**PRÁVNÍ REGULACE ALTERNATIVNÍCH INVESTIČNÍCH  
FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICĚ**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: **Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc.**

Katedra: **Finančního práva a finanční vědy**

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 28. listopadu 2015

Prohlašuji, že předloženou diplomovou práci jsem vypracovala samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 28. listopadu 2015

Katarína Kucharovičová

### Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala prof. JUDr. Milanovi Bakešovi, DrSc. za odborné vedení při přípravě mé práce a společnosti Richfox Capital, s.r.o. za praktické rady a objasnění reálného fungování alternativních fondů v českém investičním prostředí.

## OBSAH

ÚVOD .....	1
1. VÝVOJ PRÁVNÍ ÚPRAVY ALTERNATIVNÍCH FONDŮ .....	3
1.1 Regulace na evropské úrovni .....	3
1.1.1 <i>Historie právní úpravy investičních fondů v EU</i> .....	3
1.1.2 <i>„Nestandardní“ investiční fondy</i> .....	4
1.1.3 <i>Vliv světové finanční krize</i> .....	6
1.1.4 <i>Přijetí AIFMD</i> .....	7
1.2 Regulace v České republice .....	8
1.2.1 <i>Vývoj právní úpravy investičních fondů v České republice</i> .....	8
1.2.2 <i>Přijetí ZISIF</i> .....	11
2. REGULACE ALTERNATIVNÍCH FONDŮ .....	12
2.1 Charakteristika alternativních fondů .....	12
2.1.1 <i>Vymezení alternativních fondů v AIFMD</i> .....	12
2.1.2 <i>Vymezení alternativních fondů v ZISIF</i> .....	13
2.1.3 <i>Pojmové znaky investičních fondů</i> .....	15
2.1.4 <i>Vyloučení z právní úpravy</i> .....	16
2.2 Regulace alternativních fondů .....	18
2.2.1 <i>Regulace správců podle AIFMD</i> .....	18
2.2.2 <i>Obhospodařovatelé podle ZISIF</i> .....	19
2.2.3 <i>Samosprávný a nesamosprávný fond</i> .....	20
2.2.4 <i>Řídící a podřízený fond</i> .....	21
2.2.5 <i>Srovnatelné zahraniční fondy</i> .....	22
2.2.6 <i>Pokoutné fondy kolektivního investování</i> .....	23
2.3 Režimy regulace alternativních fondů .....	24
2.3.1 <i>Možnosti fungování v České republice</i> .....	24
2.3.2 <i>Rozhodný limit</i> .....	24
2.3.3 <i>Režim pro speciální fondy</i> .....	25
2.3.4 <i>Režim pro fondy kvalifikovaných investorů</i> .....	26
2.3.5 <i>Daňové dopady na alternativní fondy</i> .....	28
3. VÝKON ČINNOSTÍ PŘI SPRÁVĚ FONDU .....	29
3.1 Obhospodařování a administrace .....	29
3.1.1 <i>Rozdíl mezi obhospodařováním a administrací</i> .....	29
3.1.2 <i>Rozdělení úloh mezi obhospodařovatele a administrátora</i> .....	30
3.1.3 <i>Hlavní administrátor</i> .....	31

3.1.4	<i>Pravidla pro činnost a hospodaření obhospodařovatele a administrátora</i>	32
3.1.5	<i>Výhody oddělených činností</i>	34
3.2	Depozitář	35
3.2.1	<i>Činnost depozitáře</i>	35
3.2.2	<i>Depozitářská smlouva</i>	36
3.2.3	<i>Další požadavky na činnost depozitáře</i>	37
3.3	Hlavní podpůrce	38
3.3.1	<i>Činnost hlavního podpůrce</i>	38
3.3.2	<i>Funkce a typy hlavního podpůrce</i>	39
3.4	Delegace činností na jiné osoby	40
3.4.1	<i>Osoby vykonávající činnost pro obhospodařovatele a administrátora</i>	40
3.4.2	<i>Pověření jiných osob (outsourcing)</i>	40
3.4.3	<i>Pověření dalšího pověřeným</i>	42
3.4.4	<i>Vyloučení úpravy pověření u fondů kvalifikovaných investorů</i>	42
3.5	Kapitálové požadavky	42
3.5.1	<i>Dodržování kapitálových limitů</i>	42
3.5.2	<i>Počáteční kapitál obhospodařovatele</i>	43
3.5.3	<i>Fondový kapitál</i>	44
3.5.4	<i>Udržování vlastního kapitálu obhospodařovatele</i>	45
3.5.5	<i>Dodatečný kapitál obhospodařovatele</i>	46
3.5.6	<i>Kapitálové požadavky administrátora</i>	46
3.6	Poskytování investičních služeb	47
4.	PŘESHraničNÍ OBHOSPODAŘOVÁNÍ	48
4.1	Obhospodařování se zahraničním prvkem	48
4.2	Obhospodařování na základě Evropského pasu	48
4.3	Možnosti přeshraničního obhospodařování	49
4.3.1	<i>Obhospodařování unijního zahraničního fondu investiční společnosti</i>	49
4.3.2	<i>Obhospodařování mimounijního zahraničního fondu investiční společnosti</i>	51
4.4	Mimounijní obhospodařovatel	52
4.4.1	<i>Transpozice podmínek pro mimounijní správce z AIFMD</i>	52
4.4.2	<i>Zahraniční osoba podle § 481 ZISIF</i>	53
5.	NABÍZENÍ INVESTIC DO ALTERNATIVNÍCH FONDŮ	54
5.1	Pravidla pro nabízení v České republice	54
5.1.1	<i>Způsoby nabízení</i>	54
5.1.2	<i>Nabízení investic „veřejnosti“</i>	55

5.1.3	<i>Kvalifikovaný vs. profesionální investor</i> .....	57
5.1.4	<i>Veřejné a neveřejné nabízení investic</i> .....	59
5.1.5	<i>Investice z podnětu investora</i> .....	61
5.1.6	<i>Nabízení do podfondů alternativních fondů</i> .....	62
5.1.7	<i>Výjimky v nabízení pro fondy EuVECA, EuSEF a ELTIF</i> .....	63
5.2	<i>Přeshraniční nabízení investic</i> .....	64
5.2.1	<i>Nabízení se zahraničním prvkem</i> .....	64
5.2.2	<i>Pravidla přeshraničního nabízení mimounijních obhospodařovatelů a mimounijních fondů</i> .....	65
5.2.3	<i>Varianty přeshraničního nabízení podle ZISIF</i> .....	67
6.	<b>PŘÍPUSTNÉ PRÁVNÍ FORMY ALTERNATIVNÍCH FONDŮ</b> .....	70
6.1	<i>Obecná pravidla pro právní formu</i> .....	70
6.1.1	<i>Speciální fondy</i> .....	70
6.1.2	<i>Fondy kvalifikovaných investorů</i> .....	71
6.2	<i>Vybrané formy alternativních fondů</i> .....	72
6.2.1	<i>Podílový fond</i> .....	72
6.2.2	<i>Svěřenský fond</i> .....	72
6.2.3	<i>Akciová společnost s proměnným kapitálem (SICAV)</i> .....	74
6.2.4	<i>Komanditní společnost na investiční listy (SICAR)</i> .....	77
6.3	<i>Některé společné povinnosti v souvislosti s právními formami</i> .....	79
7.	<b>K JEDNOTLIVÝM TYPŮM ALTERNATIVNÍCH FONDŮ</b> .....	79
7.1	<i>Speciální fondy</i> .....	79
7.2	<i>Fondy kvalifikovaných investorů</i> .....	81
7.3	<i>EuVECA a EuSEF</i> .....	82
7.4	<i>ELTIF</i> .....	83
7.5	<i>Správa srovnatelná s obhospodařováním</i> .....	84
8.	<b>PROBLÉMY REGULACE A NÁVRHY JEJICH ŘEŠENÍ</b> .....	86
8.1	<i>Kritika AIFMD</i> .....	86
8.1.1	<i>Složitost a vysoké náklady regulace</i> .....	86
8.1.2	<i>Otázka budoucnosti alternativních fondů v EU</i> .....	87
8.2	<i>Problematické body regulace v ZISIF</i> .....	88
8.2.1	<i>Problémy české úpravy</i> .....	88
8.2.2	<i>Chybějící definice a terminologická nejednotnost</i> .....	89
8.2.3	<i>Nejasnosti při rozlišení typů investorů</i> .....	91
8.2.4	<i>„Neregulace“ činnosti podle § 15 ZISIF</i> .....	92
8.2.5	<i>Administrativní zátěž při outsourcingu činnosti u speciálních fondů</i> .....	94

8.2.6	<i>Další nejasnosti ohledně přeshraničního nabízení veřejnosti</i> .....	95
8.2.7	<i>SICAV</i> .....	97
8.2.8	<i>Daňový režim alternativních fondů</i> .....	97
8.2.9	<i>Druhá novela ZISIF</i> .....	98
	ZÁVĚR.....	100
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	102
	ABSTRAKT.....	110
	KLÍČOVÁ SLOVA.....	114

## ÚVOD

Oproti většině evropských zemí nemá kolektivní investování v České republice dlouhou historii. Za primární důvody relativní mladosti této oblasti a s ní související nevyspělosti oproti většině evropských zemí jsou považovány hlavně historicko-politické události poválečného období, jež na několik desítek let reálně zastavily právní i hospodářský vývoj kapitálového trhu na českém území. Avšak i po obnově českého trhu v 90. letech a několika opakovaných pokusech o oživení regulace kolektivního investování převládala na našem území nedůvěra vůči činnostem investičních fondů, a to ruku v ruce spolu s nefunkčním právním rámcem.

Investiční trh se však v České republice opět začíná probouzet. Velký potenciál v množství nevyužitého kapitálu láká zahraniční investiční fondy a motivuje tuzemské, které shromažďují čím dál tím větší množství kapitálu. Jen od počátku roku 2015 vzrostly investice do investičních fondů (primárně investicemi do smíšených – alternativních – fondů) na českém území o 13 % a ke dni 30. června 2015 dosahoval majetek investovaný do českých investičních fondů až 1,126 bilionu Kč.<sup>1</sup> Hlavních motorů změny můžeme vysledovat hned několik. Lze za ně považovat jak přirozený ekonomický vývoj a atraktivita České republiky jako zajímavého trhu na pomezí rozvojového a vyspělého, tak propojenost světových finančních trhů. Významou - a pro tuto práci nejrelevantnější – roli sehrál i postupný rozvoj příslušné právní úpravy, mimo jiné, pod vlivem nové evropské směrnice regulující správce alternativních investičních fondů<sup>2</sup>, která přiměla českého zákonodárce k vytvoření zcela nového regulatorního rámce, jenž v roce 2013 nahradil původní nefunkční zákon o kolektivním investování novou úpravou - zákonem o investičních společnostech a investičních fondech<sup>3</sup>. Ten přinesl přepracovanou komplexní úpravu investičních fondů implementující jak dříve známou evropskou úpravu fondů standardních, tak i nová pravidla transponované z výše uvedené směrnice pro alternativní fondy.

Hlavním cílem mojí práce je proto zaměřit se na objasnění nové úpravy fungování alternativních fondů, které mají od přijetí zmíněné směrnice o správcích alternativních fondů a její implementace do českého právního řádu významný dopad na

---

<sup>1</sup> AKAT. *Tisková zpráva AKAT - Investice do fondů vzrostly od počátku roku o více než 13%*. Praha, 14. srpna 2015. Online ke zhlédnutí zde <http://www.akatcr.cz/public/vypisZpravy.do>.

<sup>2</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD).

<sup>3</sup> Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF).



rozložení investic na českém investičním trhu. V rámci této práce chci ozřejmit komplexní úpravu alternativních investičních fondů, a to včetně jasného vymezení co lze považovat za alternativní investiční fondy, jak se liší od fondů standardních a jaké pravidla pro jejich činnost nový zákon o investičních společnostech a investičních fondech stanovuje. V rámci vysvětlování se snažím podchytit relevantní informace, které čtenářům poskytnou jasnou představu, jaké režimy a možnosti jsou v českém prostředí pro alternativní investiční fondy a jejich (potenciální) investory připraveny.

Sekundárním cílem mojí práce je poukázat na nesrovnalosti, které tato úprava přináší. Jelikož jde o relativně novou úpravu v právním prostředí, kde se kolektivnímu investování historicky nedostalo řádné pozornosti, není překvapením, že tento regulatorní rámec ještě čeká dlouhá cesta. V návaznosti na výkladový obsah mojí práce na jejím konci shrnuji několik neopomenutelných problémů, které mohou v praxi působit značné problémy a stanovovat zbytečné překážky, a navrhuji možná řešení. Pro důkladné pochopení celé problematiky je obsah prostoupen výkladem týkajícím se původního evropského podkladu, a jeho srovnáním s českou úpravou.

Z důvodu větší přehlednosti je tato práce rozdělena na osm částí. **První část** poskytuje stručný historický exkurz přijetí regulace. **Druhá část** slouží k řádnému objasnění alternativních fondů a režimů jejich fungování. Ve **třetí části** vykládám pravidla pro základní činnosti spojené s obhospodařováním fondů a vymezují osoby, které se na činnosti musí (nebo mohou) podílet. **Čtvrtá část** je věnovaná podmínkám obhospodařování v případě zahraničních osob nebo zahraničních fondů. **Pátá část** je vysvětlením komplikovaných pravidel nabízení investic jako jednoho z nejdůležitějších aspektů regulace, a to včetně dvou-režimové úpravy přeshraničního nabízení investic. **Šestá a sedmá část** poskytují výklad o přípustných právních formách a doplňují informace o konkrétních typech alternativních fondů. Poslední **osmá část** shrnuje problematické body regulace včetně návrhů jejich možného řešení.

Klíčovým záměrem mé práce je popsat a vysvětlit souvislosti této komplexní a spletité problematiky a umožnit tak odborné i laické veřejnosti základní orientaci v tématu. Zároveň připojuji vlastní perspektivu na regulaci z hlediska úpravy *de lege ferenda*. I když své závěry činím namnoze s odkazem na konkrétní zdroje, ze kterých jsem čerpala inspiraci, zůstávají pouze vyjádřením mého osobního pohledu na danou problematiku.

# 1. VÝVOJ PRÁVNÍ ÚPRAVY ALTERNATIVNÍCH FONDŮ

## 1.1 Regulace na evropské úrovni

### 1.1.1 Historie právní úpravy investičních fondů v EU

Počátek evropské regulace investičních fondů lze datovat již od 80. let minulého století, kdy přišla ze strany evropského zákonodárce (zejména z důvodu zajištění stability a ochrany investorů na evropském finančním trhu) rozsáhlá iniciativa s cílem vytvořit společná pravidla regulující činnost investičních entit. Účelem předloženého návrhu měla být efektivní regulace investičních fondů a jejich správců při investiční činnosti v rámci celého Evropského společenství, a to včetně poskytování výhod umožňujících jednodušší přeshraniční činnost fondů na základě prosté notifikace bez nutnosti opětovných registrací v jednotlivých členských státech. Úmysl evropského zákonodárce již v té době směřoval k vytvoření harmonizovaného evropského finančního trhu, avšak omezoval se výhradně na investiční fondy oprávněné nabízet investice široké veřejnosti. Nový plán regulace byl po zdoluhavém legislativním procesu odstartován až koncem roku 1985, kdy byla přijata směrnice UCITS (**UCITS I**) jako základní předpis pro investiční fondy investující peněžní prostředky shromážděné od veřejnosti do převoditelných cenných papírů<sup>4</sup>.

Směrnice UCITS I přinesla jednotné požadavky na fungování standardních investičních fondů a jejich správců, které se projeví v podobě např. omezení investiční strategie a investičních aktiv, stanovení kapitálových minim, informačních povinností či limitací právních forem, a to v takové míře, aby byla zajištěna dostatečná ochrana laické veřejnosti (retailových investorů), oprávněné investovat do těchto typů investičních fondů. Tato omezení však byla investičním fondům částečně kompenzována – ke zjednodušení jejich přeshraniční činnosti jim byl vydán tzv. evropský pas (*European Passport*)<sup>5</sup> (**Evropský pas**), jenž je opravňoval k provádění činnosti v rámci celého Evropského společenství bez nutnosti absolvování náročného procesu získávání dalších povolení od orgánů dohledu jednotlivých členských států. Směrnice UCITS I tím položila základ jednotné regulace investičních fondů v EU a stala se předlohou pro

<sup>4</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 85/611/EEC ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (**UCITS I**).

<sup>5</sup> Evropský pas (neboli *jednotná evropská licence*) je rozhodnutí vydané orgánem dohledu příslušného členského státu EU, na jehož základě je správce investičního fondu se sídlem na území tohoto státu oprávněn vykonávat svoji činnost na území jiného členského státu bez splnění požadavku vydání nového povolení orgánem dohledu tohoto jiného členského státu.

budoucí změnové verze, od UCITS II přes UCITS III až po v současnosti účinnou verzi směrnice UCITS IV<sup>6</sup> a její (již přijatou, ale prozatím do českého právního řádu netransponovanou) náhradnici UCITS V<sup>7</sup>. Postupnou implementací směrnic UCITS do národních úprav členských států<sup>8</sup>, vznikla v rámci EU společná množina *standardních* investičních fondů (**UCITS fondy** neboli **standardní fondy**).

### 1.1.2 „Nestandardní“ investiční fondy

Kromě standardních fondů se na finančním trhu vyskytovalo velké množství dalších typů investičních vehiklů, které nesplňovaly požadavky směrnice UCITS. Jednalo se zejména o *hedge* fondy, fondy *hedge* fondů, nemovitostní fondy, komoditní fondy, fondy *private equity* a další entity. Primárním znakem těchto fondů byla hlavně rizikovější investiční strategie než u UCITS fondů, která zahrnovala investice do vysoce rizikových či nelikvidních aktiv, nadužívání pákového efektu (*leverage*) nebo nevhodné obchodní modely a právní formy. Podle podmínek obezřetnostních rizik a rozložení investičních portfolií dle UCITS tak nebylo vhodné zařadit tyto entity pod množinu jednotně regulovaných fondů pro veřejnost a retailové investory. Tyto „nestandardní“ - *alternativní* - fondy (**non-UCITS fondy** neboli **alternativní fondy**) proto nepodléhaly jednotné evropské úpravě, ale národním regulacím členských států, a případně některým obecným pravidlům prostupujícím evropskými právními předpisy.<sup>9</sup>

Přetrvávajícím problémem této nejednotné regulace non-UCITS fondů však byla značná roztříštěnost úpravy jejich činnosti v právních rádech členských států. Ta vykazovala nedostatky jak z pohledu regulátorů členských států k provádění řádného dohledu nad investičními entitami, tak z pohledu správců fondů z důvodu nedostatku možností poskytovat svoje služby přeshraničně. Velké potíže totiž způsoboval nefunkční systém investování do fondů ostatních členských států, anebo (jako tomu

---

<sup>6</sup> 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 (**UCITS IV**).

<sup>7</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o činnost depozitářů, zásady odměňování a sankce (**UCITS V**). Implementační lhůta pro členské státy je stanovena do 16. července 2016.

<sup>8</sup> Prvním členským státem, který implementoval směrnici UCITS I, bylo Lucemburské velkovévodství, po němž následovaly další země Evropského společenství.

<sup>9</sup> Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2-4.

bylo i v případě České republiky) omezující vnitrostátní legislativa k vytvoření investičních fondů v domovském státě.

Dalším ovlivňujícím faktorem byla nedůvěra v nedostatečně regulovanou činnost některých typů non-UCITS fondů - čím větší objem aktiv byl využíván k investicím v rámci alternativních fondů, tím víc se trhy nesla nejistota a obavy z možných následků činností těchto subjektů, které by mohly vyvolat finanční nestabilitu. To vše přispělo k tomu, že se nutnost vytvoření dosud absentujícího celistvého právního rámce kolektivního investování (*collective investment undertaking*) pro celou EU postupně stala žhavým tématem politických a odborných posudků a debat<sup>10</sup>. Na druhou stranu měl vznik velkého množství investičních fondů i pozitivní dopady. Každé další podnikání v oblasti kolektivního investování, a s ním spojené vytváření nových investičních příležitostí, zvyšovalo objem kapitálu a likvidity na finančních trzích, což bylo obecně považováno za prospěšné pro fungování ekonomiky a udržení zdravého tržního konkurenčního prostředí.<sup>11</sup>

Pozdější pohyby k regulaci činnosti alternativních fondů nicméně pohánělo víc než jen různorodá úprava právních ráďů členských států – v diskuzích se často pokládaly otázky ohledně dostatečnosti a přiměřenosti národních úprav pro kontrolu aktivit alternativních fondů, problémů s jejich likviditou, regulace alternativních fondů ze třetích států z důvodu podezření na činnosti typu „*Madoff activities*“<sup>12</sup>, či nedůvěry v zahraniční fondy z „*offshore*“ zemí. K debatám o normativní důležitosti regulace se přidal také značný politický tlak na regulaci činnosti některých vysoce rizikových *hedge* fondů a *private equity* fondů a témata týkající se tzv. „*credit crunches*“ a světové finanční krize v roce 2008 - již tradičně spojovaných s pádem *Lehman Brothers*<sup>13</sup> -

---

<sup>10</sup> Zpráva Evropského parlamentu obsahující doporučení Komisi o zajišťovacích fondech a soukromých kapitálových fondech (A6-0338/2008), tzv. „Rasmussenova zpráva“, a zpráva týkající se průhlednosti institucionálních investorů (A6-0296-2008), tzv. „Lehnova zpráva“.

<sup>11</sup> Ossendorf, V., Jekl, A. *Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci. Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010*. Praha: ČNB, 2009.

<sup>12</sup> „*Madoff affair*“ nebo „*Madoff fraud*“ je označení pro nekalé investiční praktiky podnikatele Bernarda Madoffa (zakladatele společnosti *Bernard L. Madoff Investment Securities*), který se nechvalně proslavil největší zpronevěrou v historii Spojených států. Madoffova investiční společnost fungovala na principu tzv. Ponziho schématu, kdy společnost lákala klienty na vysoké výnosy, které ale vyplácela z vkladů nových klientů, nikoliv z výnosů z investic.

<sup>13</sup> Jedním z následků světové finanční krize v roce 2008 byl úpadek jedné z největších investičních bank s více než 150-letou historií ve Spojených státech - *Lehman Brothers Holdings Inc.* - jenž je nazýván „*historickým mezníkem finančnictví*“ či „*symbolem finanční krize*“.

včetně otázek vlivu činnosti alternativních fondů na tuto krizi.<sup>14</sup> Před přijetím regulačního rámce však útvary Evropské komise posuzovaly pouze dva hlavní problémy roztržité regulace a jejich dopady na finanční trh: bránění (i) „makrobezpečnému dohledu nad správci“ a (ii) „integraci trhu a rozvoji jednotného trhu“.<sup>15</sup>

### **1.1.3 Vliv světové finanční krize**

Světová finanční krize v roce 2008 byla výrazným ekonomickým zlomem v historii 21. století. Její kořeny můžeme hledat již o tři roky dříve v zárodcích tzv. „americké hypoteční krize“, která mimo jiné vyústila v neúměrné množství realizovaných hypoték s nízkými úroky, jež byly tehdy díky velmi relaxovanému přístupu amerických finančních institucí k posuzování kreditního rizika žadatelů dostupné stále širší části populace, a to i té, která neměla reálnou šanci hypotéku splácet. Finanční instituce tak vytvořily prostor a podmínky pro vznik bubliny, realizované v rapidním nárůstu cen nemovitostí, které pochopitelně neodpovídaly realitě nemovitostního trhu. Hnání konkurencí, subjekty finančního trhu podstupovaly stále vyšší a vyšší riziko a snižovaly úrokové sazby, čímž na trhu vytvořily odchylky, které nebylo možné dlouhodobě ovládat. Po „prasknutí nemovitostní bubliny“ v roce 2006 a 2007, došlo k výraznému předražení splátek dlužníků zvýšením jednoletých a pětiletých úrokových sazeb, a to bez reálné možnosti návratnosti. Jelikož dlužníci, zvyklí na nízké splátky, nebyli schopni své hypoteční úvěry splácet, došlo k velkým finančním ztrátám (převážně) institucionálních věřitelů. Komplikovaná sekuritizace hypotečních produktů v složité deriváty jako např. *mortgage-backed securities* (MBS) prohloubila nejenom tyto ztráty, ale především vedla k nedůvěře mezi největšími finančními institucemi navzájem, které mezi sebou tyto produkty obchodovaly, čímž došlo k drastickému omezení mezibankovní likvidity, skutečného krevního oběhu globálního finančního systému. Americká hypoteční krize tak tedy přerostla v roce 2008 do světové finanční krize, která měla kvůli celosvětovému propojení finančních trhů globální dopad na všechny kapitálové trhy.

---

<sup>14</sup> Practical Law. „*Fundamental change for the fund industry: the European Commission's proposed AIFM Directive.*“ EU: Practical Law, 1. června 2009.

<sup>15</sup> Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 4.

Podíl alternativních fondů na vzniku krize je sporný – variace názorů se klene do šíře od těch, které vznik této krize připisují právě jim, přes teorie možného dopadu rizik činnosti alternativních fondů na krizi, až po názor historicky se opakujících ekonomických jevů způsobujících finanční krize v průběhu času jako „*následek způsobů jak fungují trhy*“.<sup>16</sup> Evropská komise uveřejnila tvrzení o roli alternativních fondů v ekonomické krizi, ve které tvrdí, že „*finanční krize zvýraznila rozsah zranitelnosti alternativních fondů vůči mnoha druhům rizik*“<sup>17</sup>. Rizika, které alternativní fondy podstupují, podle názoru Evropské komise „*představují hrozbu pro investory, věřitele, i finanční stabilitu a integritu finančních trhů*“.<sup>18</sup>

Přes různé spekulace o skutečných důvodech krize převládá názor, že alternativní fondy nebyly její příčinou. Na základě postojů poukazujících na významnou roli alternativních fondů v tomto ekonomickém zlomu, nedostatečnou kontrolu řízení rizik, obchodování s nelikvidními finančními nástroji a využívání pákového efektu, převažují tvrzení, že přispěly k odhalení „*zranitelných míst*“ ve finančním systému.<sup>19</sup> Tato krize se tak stala zásadním impulzem pro nastavení nového systému regulace na finančním trhu, jelikož, jak uvádí zpráva Mezinárodního měnového fondu o globální finanční stabilitě z dubna 2008, „*existuje všeobecný nedostatek povědomí o tom, v jakém rozsahu využívá pákového efektu široké spektrum subjektů – banky, monoline pojišťovny, vládou financované subjekty, zajišťovací fondy - a o tom, jaká rizika chaotického narovnávání jsou s tím spojená*“.<sup>20</sup>

Mnohost argumentů pro regulaci veškerých investičních subjektů evropského finančního trhu tak vyvolala nutnost podniknout viditelné kroky k omezení působnosti alternativních fondů, jež by měly předejít možnému ztížení řízení rizik alternativních fondů<sup>21</sup>.

#### **1.1.4 Přijetí AIFMD**

---

<sup>16</sup> Anderson, Spencer. *A history of the past 40 years in financial crises*. IFR, 2009. Citace z anglického originálu „*a result of the way markets function*“. Online ke zhlédnutí zde <http://www.ifre.com/a-history-of-the-past-40-years-in-financial-crises/21102949.fullarticle>.

<sup>17</sup> Důvodová zpráva k AIFMD. EU: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2.

<sup>18</sup> Ossendorf, V., Jekl, A. *Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci. Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010*. Praha: ČNB, 2009.

<sup>19</sup> Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2-3.

<sup>20</sup> Zpráva Mezinárodního měnového fondu z dubna 2008.

<sup>21</sup> Čl. 2 preambule AIFMD.

Jako reakce na situaci na evropském trhu byla následně dne 8. června 2011 s cílem „dosažení komplexního a účinného regulačního a dohledového rámce pro správce AIF v EU“<sup>22</sup> přijata směrnice 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD)<sup>23</sup> (předložena Evropskému parlamentu 29. dubna 2009) s implementační lhůtou pro členské státy do 22. července 2013.<sup>24</sup> Směrnice AIFMD reguluje 3 klíčové oblasti činnosti alternativních fondů: (i) správce a administrátora alternativních fondů, (ii) přeshraniční obhospodařování (*management*) a nabízení investic (*marketing*) a (iii) poskytování služeb alternativním fondům třetími osobami.<sup>25</sup>

Adopcí směrnice AIFMD tak byla odstartována první fáze tzv. *Lamfalussyho procesu*<sup>26</sup>, po níž následovalo v druhé fázi přijetí nařízení doplňujících AIFMD<sup>27</sup>. Současná třetí fáze, která zatím zůstává nedokončená, se týká aktivace možnosti evropského pasu za podmínek plné regulace podle AIFMD pro správce ze třetích zemí (jak vysvětluji v článku 4 níže). Přestože celý proces regulace zatím není zcela uzavřen, již teď lze říci, že přijetí směrnice AIFMD a její implementace do právních řádů členských států naplnilo zejména jeden z stěžejních cílů - pokrýt dohled nad fungováním investičních subjektů na evropském finančním trhu.<sup>28</sup>

## 1.2 Regulace v České republice

### 1.2.1 Vývoj právní úpravy investičních fondů v České republice

Česká právní úprava kolektivního investování nemá, na rozdíl od většiny evropských států, velmi dlouhou historii, což bylo primárně způsobeno dopadem různých negativních historických událostí a s tím souvisejících nestabilních politických režimů na řádný posun při rozvoji kapitálového trhu na našem území. Počáteční brzdou k vytvoření moderního investičního trhu na našem území byla již od 19. století

---

<sup>22</sup> Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2-3.

<sup>23</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

<sup>24</sup> Některé členské státy, mimo jiné i Česká republika (ZISIF byl přijat až v srpnu 2013), tuto lhůtu nedodržely.

<sup>25</sup> Practical Law. „*Fundamental change for the fund industry: the European Commission's proposed AIFM Directive*.“ EU: Practical Law, 1. června 2009.

<sup>26</sup> Lamfalussyho struktura (proces) je „čtyřstupňový proces implementace právních předpisů ES pro oblast finančního trhu. [...] Jedná se o proces přípravy a implementace legislativy ES v oblasti Akčního plánu finančních služeb založený na čtyřech stupních“. Zdroj: Slovník ČNB.

<sup>27</sup> Nařízení č. 231/2013, 447/2013 a 448/2013.

<sup>28</sup> Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2-3.

nedůvěra lidí v papírové peníze a bankovky obecně (hlavně z důvodu měnové krize v roce 1811 a 1812), která byla doprovázena také určitou ekonomickou zaostalostí středo a východoevropského regionu. Této situaci nepřispěla ani nadvláda Habsburské monarchie, jež záměrně potlačovala české podnikatelské zájmy vůči rakouským. Strach z rozvoje a konkurence české ekonomiky a její převahy nad rakouskou tak negativně ovlivnil vývoj např. burzovního trhu, kdy bylo otevření burzy cenných papírů v Praze (*Pražská burza pro zboží a cenné papíry*) ve srovnání s burzou cenných papírů ve Vídni (*Wiener Börse AG*) opožděno až o 100 let<sup>29</sup>. Další dopad na útlum pražské burzy měl také krach na vídeňské burze v roce 1873. Konec 19. století však přinesl spolu s rozvojem průmyslu a bankovníctví výrazný zájem o investice do českých společností, a tak se pražská burza opět dostala na výsluní. Tento úspěch byl však záhy vystřídán dalším útlumem - první světová válka pozastavila činnost pražské burzy během celé doby jejího trvání. Až od srpna 1919 se na pražské burze opět začalo obchodovat s akciemi českých společností a pražská burza se postupně stala významnější než burza vídeňská. Důvodem pro tento rozmach byl zejména přísun velkého množství kapitálu z Rakouska z důvodu nestabilní hospodářské situace po válce. Další období stagnace přišlo vlivem krachu na newyorské burze v roce 1929 a jeho dopadu na světové trhy a nahrazením veřejného obchodování Mnichovským diktátem v roce 1938 soukromým obchodem, trvajícím po celou druhou světovou válku. Pod vládou komunistického režimu bylo následně po válce zavedeno centrálně řízené hospodářství, jež až do roku 1989 zcela vyloučilo existenci tržní ekonomiky.<sup>30</sup>

Až tři roky po pádu totality byl Federálním shromážděním ČSFR pod číslem 248/1992 Sb. přijat první zákon ukotvující kolektivní investování – zákon o investičních společnostech a investičních fondech (**ZISIF z roku 1992**)<sup>31</sup>. Tento zákon byl navázán na kuponovou privatizaci a privatizační fondy, které sloužily ke shromažďování peněžních prostředků za účelem získání účasti na podnikání.<sup>32</sup> Jednoduchý zákon o několika paragrafech upravoval fungování investičních společností a investičních fondů

---

<sup>29</sup> Rakouská burza cenných papírů ve Vídni (*Wiener Börse AG*) byla založena v roce 1771 (<http://www.wienerborse.at/about/unternehmen/>), zatím co Pražská burza pro zboží a cenné papíry až v roce 1871 (<https://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Historie-Burzy>).

<sup>30</sup> Veselá, Jitka. *Historický exkurz světovým a českým burzovníctvím*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 2, s. 153-164. Online ke zhlednutí zde <http://www.vse.cz/cfuc/166>.

<sup>31</sup> Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, již neplatný.

<sup>32</sup> Šovar, J., Králík, A., Beran, J., Doležalová, D. a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, a.s., ISBN 978-80-7478-783-6, 2015 (**Komentář ZISIF**), s. 2-3.



a stanovoval informační povinnosti a podmínky pro získání povolení provozovat investiční činnost. Ačkoli byla regulace pro rozšíření investic na zahraničních kapitálových trzích nevyhnutelná i v českém právním řádu (a to jak pro jejich významné postavení a rozvoj ekonomiky, tak pro ochranu investorů před investičními riziky), v praxi nefungovala. V důvodové zprávě k tomuto zákonu byla zdůrazněna potřeba upravit činnost investičních společností a investičních fondů a stanovit pro ně orgán dohledu. Nicméně, „*po celou dobu své existence [...] zůstávala jeho [zákona] úprava kusá a neplně kompatibilní s požadavky evropského práva*“<sup>33</sup>.

Právní úprava ZISIF z roku 1992 byla zjevně nedostatečná, přičemž pro účely regulace ani nerozdělovala investiční fondy na jednotlivé typy. Rozdělení na standardní a speciální fondy, přinesl až v roce 2004 zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (ZKI) nahrazující ZISIF z roku 1992, který byl prvním fungujícím zákonem upravujícím kolektivní investování a přizpůsobující se požadavkům evropského práva (implementoval již zmíněnou směrnici UCITS I). ZKI prošel několika desítkami novelizací, jejíž dílčí úpravy způsobovaly v celkovém pohledu na tuto normu značnou necelistvost.<sup>34</sup>

Vydělení speciálních fondů v ZKI však přineslo kategorické oddělení standardních fondů upravených podle UCITS od těchto „alternativních fondů“. Dalším postupem v regulaci alternativních fondů (jejichž úprava byla prozatím v diskreci členských států) byla novela z roku 2006,<sup>35</sup> která přinesla rozdělení speciálních fondů na fondy pro veřejnost a fondy kvalifikovaných investorů. Tato novela také zavedla speciální fond kvalifikovaných investorů a (inspirována německou a lucemburskou úpravou) upravila podmínky pro nemovitostní fondy.<sup>36</sup>

Úprava ZKI se však také stala časem nedostatečná a nevyhovující - jednak kvůli necelistvosti zákona nereflektujícího vývoj kapitálových trhů, druhak z důvodu rozvoje evropské legislativy. V době přijetí ZKI v roce 2004 byla totiž česká právní úprava nastavena zejména na splnění požadavků na vstup České republiky do EU. Průběžné vtěšňování evropských předpisů do českého právního řádu, který vykazoval značné

---

<sup>33</sup> Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech (**Důvodová zpráva**), s. 4.

<sup>34</sup> Ossendorf, V., Jekl, A. *Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci. Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010*. Praha: ČNB, 2009.

<sup>35</sup> Novela ZKI č. 224/2006 Sb.

<sup>36</sup> Důvodová zpráva, s. 4-5.

normativní mezery pro adaptaci vyspělé zahraniční úpravy investičních fondů, nebylo vždy zdařilé a způsobovalo v praxi značné problémy.

Pro využití potenciálu kolektivního investování v České republice se tak stalo přijetí celistvého moderního zákona reflektujícího nedostatky ZKI klíčovým. Bylo nevyhnutelné vytvořit flexibilní právní rámec, který by se dokázal rychle adaptovat na nové trendy v oblasti kolektivního investování, či už pocházející z evropské legislativy nebo z právních úprav vyspělých států. Již několik let se na českém trhu hojně diskutovalo o vytvoření fungujícího systému regulace vnitrostátních i zahraničních subjektů na českém trhu kolektivního investování, jenž by stanovil dostatečně atraktivní podmínky pro zahraniční investory ale i domácí investory, kteří do té doby více preferovali zahraniční investiční příležitosti. Motivačním cílem právní úpravy mělo být (kromě požadavků vyplývajících z evropských předpisů) dosažení podmínek pro vytvoření nového fondového centra ve střední Evropě.<sup>37</sup>

### **1.2.2 Přijetí ZISIF**

V návaznosti na povinnost implementace směrnice AIFMD do českého právního řádu a dlouho diskutovanou nutnost změny právní úpravy kolektivního investování byl v České republice přijat a dne 19. srpna 2013 ve Sbírce zákonů vyhlášen zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (**ZISIF**), netradičně bez legisvakantní lhůty.<sup>38</sup> ZISIF přinesl komplexně přepracovanou právní úpravu kolektivního investování, která společně reguluje standardní i alternativní fondy. Zákon tak implementuje nejen zmíněnou AIFMD a (v ZKI již transponovanou) směrnici UCITS IV ale i některá ustanovení UCITS V<sup>39</sup>. Reflektuje také úpravu evropských investičních fondů samostatně upravenými nařízeními EU s přímou aplikovatelností – nařízení č. 345/2013 o evropských fondech rizikového kapitálu (**EuVECA**)<sup>40</sup> a nařízení č. 346/2013 o evropských fondech sociálního podnikání (**EuSEF**)<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> Neveselý, David, Karásková, Klára. *Nová úprava kolektivního investování*. Epravo.cz, 12. prosince 2013. Online ke zhlédnutí <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-kolektivniho-investovani-93176.html>.

<sup>38</sup> Účinnost ZISIF byla stanovena ke dni vyhlášení, tj. 19. srpna 2013.

<sup>39</sup> V době přijetí ZISIF nebyla směrnice UCITS V přijata a reflektování její úpravy lze považovat za překvapivě aktivní přístup českého zákonodárce.

<sup>40</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu (*EuVECA - the European Venture Capital Funds*).

<sup>41</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání (*EuSEF – the European Social Entrepreneurship Funds*).

Na základě povinné implementace podle AIFMD a po vzoru některých zahraničních právních řádů (zejména Německa, Lucemburska, Velké Británie a Irsko) zavedl ZISIF několik terminologických i obsahových novinek. Mezi hlavní změny patří odlišné rozdělení investičních fondů, oddělení činnosti obhospodařování fondů a jejich administrace, doplnění o regulaci činností dalších osob zúčastněných na fungování investičních fondů či rozšíření právních forem přípustných pro investiční fondy. Nejvýraznějších změn, souvisejících zejména s implementací AIFMD, se dočkaly hlavně fondy kvalifikovaných investorů, které patří spolu se speciálními fondy do množiny alternativních fondů. Podrobný výklad k uvedeným institutům a změnám poskytují dále v textu své práce.

## **2. REGULACE ALTERNATIVNÍCH FONDŮ**

### **2.1 Charakteristika alternativních fondů**

#### ***2.1.1 Vymezení alternativních fondů v AIFMD***

Pro vymezení alternativních fondů spadajících do právní úpravy směrnice AIFMD pokládám v první řadě za podstatné jejich odlišení od standardních fondů podle směrnice UCITS. Důvodem je samotná definice alternativního fondu v AIFMD, podle níž je alternativním fondem „*subjekt kolektivního investování včetně jeho podfondů, který získává kapitál od většího počtu investorů s cílem investovat jej v souladu s určitou investiční politikou ve prospěch těchto investorů, a není povinen získat povolení podle čl. 5 směrnice 2009/65/ES.*“<sup>42</sup>. Z této negativní definice je dle mého názoru jasně patrný záměr evropského zákonodárce doplnit regulaci standardních fondů úpravou alternativních fondů tak, aby byly ve výsledku pokryty veškeré subjekty kapitálového trhu, které by se svou činností daly označovat za investiční fondy. Lze tedy říci, že alternativní fondy jsou určitým „doplňkem“ standardních fondů - pokud se jedná o subjekt kolektivního investování, který nepodléhá vyšší míře regulace v podobě povolení k činnosti podle UCITS<sup>43</sup>, má se za to, že jde o alternativní fond podléhající

---

<sup>42</sup> Čl. 3 preambule, čl. 4 odst. 1 písm. a) AIFMD.

<sup>43</sup> UCITS fondy jsou z důvodu ochrany retailových investorů vystaveny vysoké míře regulace. Směrnice UCITS stanovuje požadavky pro činnost a existenci standardních fondů i jejich správců jako jsou např. kapitálová omezení, dohled nad diverzifikací rizika a likviditou, povinnosti založení rezervních fondů, limitace právních forem, omezení investiční strategie a investičních aktiv či striktní informační povinnosti vůči investorům i příslušnému orgánu dohledu. Mezi hlavní důvody podřízení se tomuto striktnímu režimu patří zejména široké spektrum dosažitelných investorů a výše uvedené výhody současné verze evropského pasu.

regulaci AIFMD. Tento předpoklad platí bez ohledu na typ práva či právní formu, v jaké byl daný alternativní fond založen, nebo zda se jedná o uzavřený či otevřený typ fondu.<sup>44</sup> Výjimku tvoří pouze subjekty, které nedisponují povolením podle UCITS a jsou z působnosti AIFMD výslovně vyňaty<sup>45</sup>.

Je ale nutné si uvědomit, že regulace podle AIFMD nepřináší pravidla pro všechny typy alternativních fondů. AIFMD reguluje všechny alternativní fondy, které nejsou UCITS fondy pokud (i) přesahují rozhodný limit (viz článek 2.3.2 níže) a (ii) nabízejí investice profesionálním investorům<sup>46</sup>. Pouze tyto alternativní fondy pak mohou využít výhody evropského pasu podle AIFMD tak jako doposud pouze standardní fondy.<sup>47</sup> Regulace alternativních fondů mimo tyto požadavky zůstala v diskreci členských států, i když většinu těchto podmínek česká právní úprava převzala (např. povinný opt-in pro speciální fondy, viz článek 2.3 níže).

### **2.1.2 Vymezení alternativních fondů v ZISIF**

Na rozdíl od jasné definice v AIFMD je vymezení alternativních fondů v ZISIF mnohem komplikovanější. Česká právní úprava totiž alternativní fondy přímo nedefinuje, pouze rozděluje investiční fondy na *fondy kolektivního investování* a *fondy kvalifikovaných investorů*. Dále stanoví, že fondy kolektivního investování jsou standardní a speciální fondy.<sup>48</sup> Toto rozdělení tak nenavazuje ani na původní úpravu v ZKI, ani na rozdělení podle vzoru evropské legislativy.

**ZKI** upravoval pouze fondy kolektivního investování, které rozděloval na fondy standardní a speciální. Speciální fondy se dále dělily na speciální fondy shromažďující peněžní prostředky od veřejnosti a speciální fondy shromažďující peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů<sup>49</sup>. Pravidla pro standardní fondy se transponovala z evropské legislativy (UCITS) a regulace speciálních fondů byla ponechána v pravomoci národní úpravy.

**ZISIF** přinesl zcela nové rozdělení, které však ve vztahu k nové evropské

---

<sup>44</sup> Ministerstvo financí. *Konzultační materiál Ministerstva financí. Transpozice AIFMD*. 27. července 2013. Čl. 2.1.

<sup>45</sup> Např. fondy rodinného majetku (*family office vehicles*) podle čl. 7 preambule AIFMD.

<sup>46</sup> Profesionální zákazník podle Přílohy II MIFID, který odpovídá § 2a a 2b ZPKT.

<sup>47</sup> Viz čl. 4.2 níže.

<sup>48</sup> § 92 odst. 1 a 2 ZISIF.

<sup>49</sup> Část V.-VI. ZKI.

regulaci není mnohými považováno za zdařilé<sup>50</sup>. Podle argumentů českého zákonodárce, jimiž byly „*rozdílné regulatorní požadavky s ohledem na ochranu nekvalifikovaných investorů*“ a možnosti standardních a speciálních fondů shromažďovat „*jen peněžní prostředky*“<sup>51</sup>, ZISIF separuje fondy kolektivního investování, shromažďující peněžní prostředky od široké veřejnosti (tj. standardní fondy a speciální fondy) od fondů kvalifikovaných investorů s výlučným nabízením investic kvalifikovaným investorům. Domnívám se však, že tato separace nemá valné opodstatnění, jelikož všechny tyto subjekty rámcově vykonávají činnost, která je považována za kolektivní investování. Pokud by ZISIF pozitivně definoval jednotlivé fondy podle jejich činnosti, vyšlo by vydělení fondů kvalifikovaných investorů mimo fondy kolektivního investování jako terminologický nesmysl.

Požadavek na jasné vymezení alternativních fondů není však jen názorem části odborné veřejnosti<sup>52</sup>. Z důvodu vyloučení nejasností při zařazení subjektů pod alternativní fondy doporučil Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)<sup>53</sup> ve svém dokumentu zaměřeném na výklad klíčových pojmů a vysvětlení fungování AIFMD z února roku 2012<sup>54</sup> členským státům začlenění přesné definice při transpozici směrnice do národních úprav. Na rozdíl od jiných členských států, český zákonodárce tento požadavek nereflektoval. ZISIF totiž nejenže nerozděluje investiční fondy oddělením „standardních“ od „alternativních“ po vzoru evropské úpravy, ale „alternativní fondy“ vůbec nedefinuje, a ani neužívá tento terminologický pojem.<sup>55</sup>

Nedostatkem právní úpravy ZISIF by se podle mého také mohla jevit chybějící definice investičního fondu. Podle předchůdce ZISIF, ZKI, byla investičním fondem „*právní osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování a která má povolení České národní banky k činnosti investičního fondu*“<sup>56</sup>. I když by byla tato

---

<sup>50</sup> CVCA. *Stanovisko The Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA) k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. Praha, 14. května 2011 (**Stanovisko CVCA**). Online ke zhlédnutí zde [http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA\\_re\\_konzultace\\_novy\\_ZISIF.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA_re_konzultace_novy_ZISIF.pdf).

<sup>51</sup> Důvodová zpráva, s. 45.

<sup>52</sup> Stanovisko CVCA.

<sup>53</sup> ESMA je Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (*The European Securities and Market Authority*) zřízen nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu, o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Evropské komise 2009/77/ES. [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>54</sup> ESMA. *Metodika klíčových pojmů AIFMD*. 24. května 2013, část 2, čl. 1.

<sup>55</sup> Více viz článek 8.2.2 níže.

<sup>56</sup> § 4 odst. 1 ZKI.

definice v současném systému investičních fondů již nevyužitelná, aplikací prvků investičních fondů podle ZISIF (nové rozdělení či různorodé právní formy i bez právní subjektivity) by bylo možné zajistit její obstojnou náhradu. Mezery v pozitivních definicích jsou však v tomto rozsáhlém normativním díle patrné na více místech<sup>57</sup>. Co je dnes podle českého práva investiční fond tak můžeme zjistit pouze prostřednictvím pojmových znaků jednotlivých typů investičních fondů a negativní definicí činností, na které se právní úprava ZISIF nevztahuje.<sup>58</sup>

### 2.1.3 Pojmové znaky investičních fondů

Pojmové znaky lze u investičních fondů genericky rozdělit na dvě skupiny: *obecné* a *zvláštní*. **Obecné znaky** jsou ty, jež jsou nevyhnutelné pro identifikaci investičních fondů a jsou společné pro všechny jejich druhy (tj. standardní, speciální i fondy kvalifikovaných investorů). Těmi jsou (i) činnost spočívající ve shromažďování peněžních prostředků či penězi ocenitelných věcí za účelem společného investování, (ii) entita založená v určité právní formě (s nebo bez právní subjektivity), (iii) která je obhospodařována investiční společností nebo se sama obhospodařuje jako samosprávný fond a (iv) disponuje příslušným povolením či registrací u ČNB.

Naopak **zvláštní znaky** jsou pro každý typ fondu odlišné a konkrétními prvky specifikují jednotlivé typy investičních fondů. Tyto znaky oddělují fondy kolektivního investování od fondů kvalifikovaných investorů, a v rámci fondů kolektivního investování standardní fondy od speciálních.

U fondů kolektivního investování tvoří zvláštní znaky „triáda“ charakteristických rysů, do nichž patří „*shromažďování vydáváním akcií nebo podílových listů (angl. raising capital by issuing shares or units), princip rozložení rizika (angl. risk spreading) a veřejnost (angl. public)*“<sup>59</sup>. Tyto znaky nicméně naplňují jak definici standardních fondů, tak i speciálních fondů. Pokud chceme zjistit, zda je fond kolektivního investování speciálním fondem, lze jej jednoduše odlišit podle podmínek stanovených pro standardní fondy a existence zápisu v seznamu vedeném ČNB. ZISIF totiž stanoví, že pokud fond kolektivního investování nespĺňuje požadavky

<sup>57</sup> V ZISIF chybí definice pojmů jako např. investiční fondy, alternativní fondy, speciální fondy, veřejnost, *joint ventures* atd. Více viz článek 8.2.2 níže.

<sup>58</sup> Viz článek 2.1.4 níže a § 2, § 2a ZISIF.

<sup>59</sup> Komentář ZISIF, s. 314.

pro standardní fondy a není zapsán v seznamu standardních fondů vedeném ČNB, jedná se o speciální fond.<sup>60</sup>

Fondy kvalifikovaných investorů určuje jeden převažující zvláštní znak odlišující tuto kategorii od fondů kolektivního investování, a tím je možnost shromažďovat prostředky výlučně od kvalifikovaných investorů (*qualified investors*)<sup>61</sup>. Jednoduše lze fondy kvalifikovaných investorů určit i nenaplněním znaků fondů kolektivního investování, které posuzovanou entitu automaticky zařadí do této kategorie<sup>62</sup>. I z těchto pravidel však existují výjimky, které vysvětlují v článku 5.1.4 níže.

#### **2.1.4 Vyloučení z právní úpravy**

Pro přesné vymezení entit, které lze pokládat za investiční fondy, je po určení obecních a zvláštních znaků nutné vyloučit některé činnosti, které nelze považovat za činnost investičních fondů. § 2 ZISIF stanovuje výčet „*činností, které by jinak splnily pojmové znaky předmětu činnosti investičních fondů*“<sup>63</sup>, ale jsou z působnosti ZISIF zcela vyňaty. Touto negativní definicí ZISIF vyřazuje z právní úpravy subjekty, jejichž provozovaná činnost, byť naplňující obecné a zvláštní znaky, nemůže být považována za kolektivní investování. Tyto osoby nemohou být obhospodařovateli fondů a jimi obhospodařovaný majetek zase investičním fondem.

Důvodem pro nepokrytí určitých aktivit je vyloučení možnosti obchodních korporací působit jako investiční fondy výhradně za účelem financování činností svého běžného podnikání. Těmito činnostmi jsou proto výroba, obchod, výzkum či služby, které nejsou finančními službami. Cílem těchto obchodních korporací by totiž nebylo investování v souladu s vymezenou investiční strategií, a pokud by těmto entitám stačilo pro vytvoření investičního fondu pouze splnit stanovené formální požadavky s reálným fungováním za jiným účelem (např. z důvodů daňových výhod), bylo by to v přímém rozporu s cílem ZISIF, UCITS i AIFMD regulovat subjekty kolektivního investování shromažďující prostředky za účelem společného zhodnocení.

---

<sup>60</sup> § 94 odst. 2 ZISIF.

<sup>61</sup> Výklad pojmu „kvalifikovaný investor“ podle ZISIF uvádím v článku 5.1.3 níže.

<sup>62</sup> Případně srovnatelný zahraniční fond nebo osobu podle § 15 ZISIF.

<sup>63</sup> Důvodová zpráva, s. 30.

Taxativní výčet těchto činností byl doplněn v rámci novely ZISIF z roku 2014<sup>64</sup>, která v novém § 2a zpřesňuje požadavky AIFMD a vylučuje shromažďování peněžních prostředků a penězi ocenitelných věcí od členů rodiny za účelem společného investování v rámci fondů rodinného majetku (tzv. *family office vehicles*). Tyto entity totiž neshromažďují prostředky z vnějších zdrojů, ale soustřeďují se jen na soukromé bohatství blízkých osob. Fondy rodinného majetku by však neměly být vykládány jako institut českého občanského práva „rodinný závod“<sup>65</sup>. Fondy rodinného majetku jsou termínem evropské legislativy, jehož výklad poskytla ESMA<sup>66</sup> a který se nemusí shodovat s fungováním „rodinného závodu“.<sup>67</sup> § 2a ZISIF vylučuje z působnosti úpravy investičních fondů i investování v rámci holdingových společností, avšak jen za podmínky, že je investorem výlučně osoba tvořící se správcem fondu koncern. Výjimka nastává za situace, kdy je správcem investiční fond nebo osoba provádějící správu srovnatelnou s obhospodařováním podle § 15 ZISIF – na tyto osoby se bude ZISIF plně vztahovat.

Podle vzoru AIFMD dále ZISIF ze své úpravy vyjímá sekuritizační subjekty (*securitization special purpose entities*)<sup>68</sup>, jejichž účelem je sekuritizace<sup>69</sup> a nikoliv poskytování investičních služeb, dále činnosti, které upravují jiné zákony (např. důchodové spoření, sociální zabezpečení či pojišťovací činnosti)<sup>70</sup> a společné podniky (tzv. *joint ventures*)<sup>71</sup>. *Joint ventures* však AIFMD přímo nedefinuje, a tudíž z praxe vyvstalo několik otázek, co všechno je nebo není z regulace alternativních investic vyloučeno (např. u správy některých nemovitostních fondů v rámci společných podniků). Logicky jsou vyloučeny osoby, které investují svoje peněžní prostředky bez shromažďování od dalších osob (tedy samostatné investování pouze pro vlastní potřebu) a také centrální banky<sup>72</sup>, což přímo vyplývá z české legislativy, a proto tuto podmínku

<sup>64</sup> ZISIF byl novelizován zákonem č. 336/2014 Sb., s účinností od 1. ledna 2015. Tato novela upřesnila některé nesrovnalosti mezi AIFMD a její implementací do ZISIF.

<sup>65</sup> § 700 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku (**Občanský zákoník**).

<sup>66</sup> ESMA. *Metodika klíčových pojmů AIFMD*. 24. května 2013.

<sup>67</sup> Důvodová zpráva, s. 30.

<sup>68</sup> Ibid.

<sup>69</sup> Sekuritizace je transformací pohledávek na cenné papíry, jejichž prodejem získává emitent (tj. vlastník pohledávek) potřebné finanční zdroje. Zdroj: Slovník ČNB.

<sup>70</sup> § 3 ZISIF.

<sup>71</sup> Čl. 8 Preambule AIFMD.

<sup>72</sup> Podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění (**Zákon o ČNB**), není ČNB oprávněna provádět činnosti, na které se vztahuje úprava alternativních investičních fondů, a proto ji ZISIF z regulace výslovně nevyjímá.



ZISIF přímo nestanoví.

V neposlední řadě se tento zákon nevztahuje na entity, jejichž investiční činnost je sice finančními službami, ale tyto nemají žádnou spojitost s Českou republikou. Jsou to obhospodařovatel a administrátor (jejichž funkce je vysvětlena níže) zahraničního investičního fondu, kteří nemají sídlo v České republice a nenabízí na jejím území investice do jimi obhospodařovaného fondu.<sup>73</sup>

Poslední subjekty, které jsou (i když nikoliv celkově) vyňaty z regulace AIFMD, jsou osoby provádějící správu srovnatelnou s obhospodařováním podle § 15 ZISIF, kterými se podrobně zabývám v článku 7.5 níže.

## **2.2 Regulace alternativních fondů**

### **2.2.1 Regulace správců podle AIFMD**

I když výše uvedené cíle regulace mohou zavádět k myšlence, že v souvislosti s přijetím AIFMD byl vytvořen evropský právní rámec také pro regulaci alternativních fondů, není tomu tak. Při vytváření podmínek nové regulace non-UCITS fondů bylo klíčové ustanovit co nejvhodnější normativní systém, kterým by bylo možné efektivně sjednotit různorodá právní prostředí členských států a omezit nekontrolovaná působení některých činností (v té době neregulovaných) investičních entit. Jako hlavní inspirace k vytvoření AIFMD sloužil již zaběhnutý jednotný rámec směrnice UCITS, který však reguluje jak správce investičních fondů, tak investiční fondy samotné. Aby nebyly nároky na regulaci (ze své povahy méně omezovaných) alternativních fondů příliš vysoké, byla v AIFMD zvolena varianta regulace pouze osob správců, kteří tyto fondy obhospodařují. S vytýčeným cílem „stanovit společné požadavky upravující udělování povolení správcům a dohled nad nimi za účelem zajištění soudržného přístupu k souvisejícím rizikům a jejich dopadu na investory a trhy v Unii“<sup>74</sup>, tak měl být nastaven funkční systém dohledu nad riziky vznikajícími v rámci činnosti alternativních fondů, který „bude schopen na tato rizika reagovat s ohledem na řadu rozmanitých investičních strategií a postupů používaných správci“<sup>75</sup>.

AIFMD tak reguluje pouze správce alternativních fondů (*manager*)<sup>76</sup> (jímž je

---

<sup>73</sup> § 4 ZISIF.

<sup>74</sup> ESMA. *Metodika klíčových pojmů AIFMD*. 24. května 2013.

<sup>75</sup> Čl. 3 Preambule AIFMD.

<sup>76</sup> AIFMD používá pojem správce, resp. *manager*, zatímco do ZISIF byl tento pojem přeložen jako obhospodařovatel. Tam kde se v této práci používá pojem správce, jedná se o evropskou regulaci

osoba oprávněná na základě licence udělené příslušným orgánem dohledu obhospodařovat alternativní fond), resp. jeho funkci a činnosti, které správce obhospodařováním fondu provádí. Alternativní fondy samotné, jako soubor shromážděného majetku od investorů (či už v určité právní formě s nebo bez právní subjektivity) nejsou podle AIFMD regulovány. Dohled nad samotnými typy alternativních fondů zůstal v mezích národních úprav jednotlivých jurisdikcí členských států.<sup>77</sup> Upravit fungování všech možných typů právních forem investičních fondů sjednocujícím právním rámcem v rámci AIFMD by bylo „vzhledem k velkým odlišnostem mezi jednotlivými typy alternativních investičních fondů“<sup>78</sup> značně obtížné a přizpůsobení právních forem členských států pravděpodobně velmi neefektivní.

V rámci české regulace tak ZISIF podle pravidel implementovaných AIFMD reguluje funkci a činnosti správce - obhospodařovatele - alternativního fondu a samostatně podle národní úpravy vymezuje formy investičních fondů a jejich případné odlišnosti od korporátního práva, které subsidiárně vymezuje podmínky pro jejich vznik a běžné fungování<sup>79</sup>.

### 2.2.2 Obhospodařovatelé podle ZISIF

ZISIF obecně definuje správce investičního fondu – v terminologii ZISIF obhospodařovatele - jako toho, „kdo obhospodařuje investiční fond“<sup>80</sup>. Tuto formulaci doplňuje vymezením činnosti obhospodařování, čímž je „správa majetku tohoto fondu včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním“<sup>81</sup>. Bez dalšího výkladu ale není zcela jasné, kdo vlastně může obhospodařovatelem být - zda může být obhospodařovatelem výlučně právnická osoba nebo i osoba fyzická. Pro vyloučení pochybností ZISIF tuto otázku nepřímo zodpovídá v § 7 určením, že správcem může být pouze investiční společnost (*management*

---

správce v rámci AIFMD, v částech věnující se úpravě ZISIF užívám termín obhospodařovatel. Termín obhospodařovatel je sice dlouhý ale v české terminologii vhodnější - účelem není pouze správa ale i zhodnocování majetku investorů.

<sup>77</sup> Čl. 10 Preambule AIFMD.

<sup>78</sup> Ibid.

<sup>79</sup> Různé formy investičních fondů, které mohou existovat a fungovat podle českého práva jsou upraveny v zákonu č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (Zákon o obchodních korporacích), v platném znění (**Zákon o obchodních korporacích**).

<sup>80</sup> § 6 odst. 1 ZISIF.

<sup>81</sup> § 5 odst. 1 ZISIF.

company)<sup>82</sup>, která získá povolení od ČNB obhospodařovat investiční fond, tj. právnická osoba. Tím je ZISIF zcela konzistentní s AIFMD, která v článku 4 odst. 1 b) specifikuje správce fondů jako „*právnické osoby, jejímž předmětem podnikání je správa alternativních fondů*“.<sup>83</sup> Jedinou výjimkou je správa srovnatelná s obhospodařováním podle § 15 ZISIF – „obhospodařovatel“ podle tohoto ustanovení může být při provádění činnosti v rámci jeho živnostenského podnikání patrně i fyzickou osobou.

Základní funkcí investiční společnosti je obhospodařování investičního fondu, případně (pokud nemá investiční fond administrátora) i jeho administrace. Pokud však chce obhospodařovatel v rámci své základní činnosti poskytovat i investiční služby (např. portfolio management, úschova a správa investičních nástrojů, provádění příkazů klientů či investiční poradenství), může tak činit po splnění požadavků obdobným jako u obchodníka s cennými papíry v rámci licence k obhospodařování.<sup>84</sup> Podrobně o činnosti obhospodařovatele viz článek 3.1 níže.

### 2.2.3 *Samosprávný a nesamosprávný fond*

Výjimkou z obhospodařování alternativního fondu obhospodařovatelem - investiční společností - je investiční fond s právní osobností podle § 8 ZISIF (**samosprávný fond**). Samosprávný fond je v podstatě sám sobě obhospodařovatelem, tj. je oprávněn fungovat bez obhospodařovatele - třetí osoby. Jeho statutární orgán je oprávněn k samostatnému řízení fondu a obhospodařovatelem fondu je sám tento fond<sup>85</sup>. Činnost samosprávného fondu je podmíněna povolením k činnosti samosprávného investičního fondu uděleným ČNB. Samosprávný fond však není dále oprávněn působit jako obhospodařovatel dalších investičních fondů, a to ani zahraničních.<sup>86</sup>

---

<sup>82</sup> V ZISIF se zachoval ne zcela odpovídající termín „investiční společnost“ vycházející ze ZKI, který je překladem spíše z anglického *investment company* (který se užívá v evropské úpravě pouze ve vztahu k standardním fondům). Terminologická kontinuita byla zvolena pro vyvarování se zmatení v nových termínech. Vhodnějším překladem by bylo „správcovská společnost“. Komentář ZISIF, s. 30.

<sup>83</sup> AIFMD v čl. 6 preambule definuje správce jako „*subjekty spravující alternativní fondy, které získávají kapitál od většího množství investorů s cílem investovat tento kapitál ve prospěch těchto investorů v souladu s vymezenou investiční politikou, jako svou pravidelnou obchodní činností*“ a pokračuje v článku 4 odst. 1 b) specifikací správce jako *právnické osoby, jejímž předmětem podnikání je správa alternativních fondů*.

<sup>84</sup> § 11, § 479 odst. 1 písm. j), § 507 odst. 2 ZISIF.

<sup>85</sup> § 8 odst. 2 ZISIF.

<sup>86</sup> § 8 odst. 3 ZISIF.

Pokud je ale statutárním fondem investičního fondu s právní osobností jediná právnická osoba (např. jednatel, který je právnickou osobou podle Zákona o obchodních korporacích a jedná prostřednictvím zmocněnce fyzické osoby) tento fond není podle § 9 odst. 1 ZISIF samosprávným fondem (**nesamosprávný fond**), ale fondem, který je obhospodařován tímto statutárním orgánem. Statutární orgán je ze zákona obhospodařovatelem<sup>87</sup>, a dokud obdrží příslušné povolení k obhospodařování fondu a nesamosprávný fond není zapsán v seznamu ČNB, nesmí tento fond vykonávat žádnou činnost (s výhradou činnosti srovnatelnou s činností fondu kvalifikovaných investorů, pokud se má tímto fondem stát). Po celou dobu, co je nesamosprávný fond zapsán v tomto seznamu, nesmí provádět jinou činnost než činnost investičního fondu.<sup>88</sup>

Nesamosprávný fond je pozůstatkem dřívějšího pojmu „*investiční fond, který má uzavřenou smlouvu o svém obhospodařování*“ podle ZKl<sup>89</sup>. Tato situace nastala v případě, kdy investiční fond (který byl akciovou společností s vlastním statutárním orgánem) a investiční společnost uzavřeli smlouvu o obhospodařování tohoto fondu. Jelikož v praxi docházelo k střetům zájmů mezi statutárními orgány investičního fondu a investiční společností, ZISIF problém vyřešil stanovením podmínky, že pokud (i) má investiční fond právní osobnost, (ii) nedisponuje povolením samosprávného fondu a (iii) jeho statutární orgán je individuální právnická osoba, je tato právnická osoba jeho obhospodařovatelem.<sup>90</sup>

#### 2.2.4 Řídící a podřízený fond

ZISIF zakotvuje pravidla pro fungování struktury řídicího a podřízeného fondu (*master-feeder* fondy), jež byly v minulosti vyhrazeny pouze pro standardní fondy<sup>91</sup>, i pro fondy speciální. Vztah mezi řídicím a podřízeným fondem je závislý na investici podřízeného fondu do řídicího fondu v hodnotě alespoň 85 % hodnoty svého majetku, a to nákupem cenných papírů vydávaných řídicím fondem. Řídicím i podřízeným fondem může být speciální fond, pouze pokud má formu akciové společnosti s proměnným kapitálem (česká verze formy *SICAV*, jejíž fungování popisují v článku 6.2.3 níže) nebo

---

<sup>87</sup> § 9 odst. 2 ZISIF.

<sup>88</sup> § 9 odst. 3 ZISIF.

<sup>89</sup> § 4 odst. 6 a § 17 ZKl.

<sup>90</sup> Komentář ZISIF, s. 34-35.

<sup>91</sup> Čl. 58-67 směrnice UCITS.

otevřeného podílového fondu, případně může jít o srovnatelný zahraniční fond.<sup>92</sup>

### 2.2.5 Srovnatelné zahraniční fondy

Důležitým aspektem jednotného rámce je umožnění přeshraničního obhospodařování a nabízení investic do investičních fondů, které nemají sídlo na území České republiky. ZISIF tento typ fondu označuje jednoduše termínem „zahraniční fond“, čímž je (i) *právní osoba mající sídlo v jiném státě, než je Česká republika, srovnatelná s investičním fondem*“, nebo (ii) *zařízení vytvořené podle práva cizího státu srovnatelné s investičním fondem, který je podílovým fondem nebo se svěřenským fondem*“.<sup>93</sup> Je nutné rozlišovat mezi zahraniční fondem *unijním* a *mimounijním*, pro něž se stanoví odlišná pravidla. Podmínky pro určení srovnatelnosti zahraničního fondu ZISIF určuje pro speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů zcela odlišně.

- (a) *Srovnatelnost zahraničních fondů se speciálními fondy.* O tom, zda je zahraniční fond srovnatelný se speciálním fondem rozhoduje ČNB podle § 297 odst. 3 a 4 ZISIF na žádost jeho obhospodařovatele<sup>94</sup>. ČNB je po obdržení žádosti ve správním řízení<sup>95</sup> povinna rozhodnout do 20 pracovních dnů ode dne předložení žádosti, pokud žádost splňuje náležitosti a netrpí vadami.<sup>96</sup>
- (b) *Srovnatelnost zahraničních fondů s fondy kvalifikovaných investorů.* Pro fondy kvalifikovaných investorů ZISIF nestanoví povinnost rozhodnutí ČNB, a proto se na rozdíl od speciálních fondů řídí obecnou úpravou srovnatelnosti osoby či institutu s právem cizího státu podle § 626 ZISIF. Podle těchto pravidel se pro určení srovnatelnosti musí porovnávané osoby či právní instituty shodovat v podstatných znacích. U fondů kvalifikovaných investorů by se mělo vycházet ze „*smyslu a účelu úpravy institutu fondů kvalifikovaných investorů*“<sup>97</sup>, tedy zejména ze skutečnosti, že takový fond nenabízí investice široké veřejnosti (retailovým investorům), ale specifické skupině kvalifikovaných investorů.

---

<sup>92</sup> § 245-247 ZISIF.

<sup>93</sup> § 97 ZISIF.

<sup>94</sup> Náležitosti žádosti, formu a způsob podání stanoví vyhláška ČNB č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech (**Vyhláška o žádostech**).

<sup>95</sup> Správní řízení podle zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, v platném znění.

<sup>96</sup> § 397 odst. 3 ZISIF.

<sup>97</sup> Komentář ZISIF, s. 685.

Dalším znakem mohou být obdobné podmínky regulace investiční strategie či typů investičních aktiv. Samotná odlišná právní forma zahraničního fondu však nemůže být dostatečným srovnávacím znakem.<sup>98</sup>

### 2.2.6 *Pokoutné fondy kolektivního investování*

ZISIF výslovně zakazuje některé činnosti, které jsou pro rozpor s účelem tohoto zákona obecně považovány za nežádoucí. Jde o činnosti neoprávněného shromažďování prostředků od veřejnosti za účelem společného investování, pokud by byl zisk investora závislý na hodnotě nebo výnosu investovaného majetku<sup>99</sup>, bez toho, aby nabízející entita disponovala povolením k nabízení investic veřejnosti. Jde o zákaz převzatý z právní úpravy ZKI<sup>100</sup>, jež má zabránit případu, kdy by si předmětný fond „našel cestu“, jak obejít regulaci investičních fondů. Svým způsobem tak doplňuje § 2 a § 2a ZISIF, jelikož se na činnosti, které do těchto dvou ustanovení nespadnou, může provést „test pokoutného fondu“<sup>101</sup>.

Pro vymezení pokoutnictví je nezbytné vymezit pojmové znaky, tj. prvky, bez kterých není možné naplnit skutkovou podstatu tohoto deliktu. Musí jít o shromažďování, cílovou skupinou musí být veřejnost a nesmí chybět účel kolektivního investování. To je také navázáno na určitou závislost „*mezi návratností investice nebo ziskem investora a hodnotou nebo výnosem majetku*“<sup>102</sup>. Bez tohoto prvku nepůjde o pokoutné kolektivní investování. Je také nutné zmínit, že dle judikatury českých soudů je podstatná skutečná činnost subjektů, a nikoli např. prostý text smlouvy uzavřené mezi investorem a „obhospodařovatelem“ pokoutného fondu.<sup>103</sup>

Důležitost zákazu pokoutných fondů vystihuje nejen zákaz shromažďování a nabízení investic do takového fondu, ale i zákaz jakékoli propagace či napomáhání k neoprávněnému nabízení investic do neregulovaných entit.<sup>104</sup> Porušením však nemusí být pouze přímé nabízení investic do tohoto fondu - stačí, aby fond vykazoval znaky

---

<sup>98</sup> Komentář ZISIF, s. 685.

<sup>99</sup> § 98 odst. 1 ZISIF.

<sup>100</sup> § 2a odst. 1 ZKI.

<sup>101</sup> Komentář ZISIF, s. 333.

<sup>102</sup> Komentář ZISIF, s. 331.

<sup>103</sup> Pro srovnání např. rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 19. června 2008, č. j. 9 Afs 127/2007-286, č. 2534/2012 Sb. NSS.

<sup>104</sup> § 99 ZISIF.

neoprávněné činnosti.<sup>105</sup> Sankce za takovou činnost pak mohou dosáhnout až 10 000 000 Kč.<sup>106</sup>

Výjimku ze zákazu neoprávněného nabízení představuje situace, kdy fond, který není oprávněn nabízet veřejnosti, nabízí veřejně výlučně profesionálním investorům<sup>107</sup>.

## **2.3 Režimy regulace alternativních fondů**

### **2.3.1 Možnosti fungování v České republice**

Pro pochopení systému regulace obhospodařovatelů alternativních fondů podle ZISIF je nevyhnutelné vysvětlit zákonem přípustné režimy, v rámci kterých mohou obhospodařovatelé provádět svoji činnost. Tyto režimy lze rozdělit na dva hlavní typy: (i) režim plné regulace podle AIFMD, jenž je podřízen veškerým požadavkům tohoto předpisu, a (ii) národní režim, upraven na základě diskrece ponechané AIFMD členským státním. Tímto rozlišením jsou stanoveny různé stupně a typy regulace obhospodařovatelů - od plné regulace s omezeními podle AIFMD, přes možnosti fungovat v rámci samostatných typů alternativních fondů podle evropských nařízení<sup>108</sup>, až po pouhé dodržování informačních povinností.

### **2.3.2 Rozhodný limit**

Regulace podle AIFMD by se podle jejich cílů měla vztahovat na správce alternativních fondů, jejichž obhospodařovatelská činnost může pro finanční trhy představovat určité systémové riziko a mít přímý dopad na finanční stabilitu. To je vyjádřeno hlavně mezní hodnotou jimi obhospodařovaného majetku – tzv. *rozhodným limitem*. Rozhodný limit vyjadřuje výši souhrnné hodnoty spravovaných peněžních prostředků či penězi ocenitelných věcí v alternativních fondech jednoho obhospodařovatele a určuje hranici oddělující regulaci správců alternativních fondů podle toho, zda je hodnota jejich majetku vyšší (*nadlimitní*) či nižší (*podlimitní*) než rozhodný limit. Výše této hodnoty majetku obhospodařovaného jedním správcem je stanovena na 100 000 000 eur, a pokud fond nevyužívá pákový efekt a k vyplacení jeho

<sup>105</sup> Upozornění ČNB na znaky neoprávněného shromažďování prostředků formou nákupu zlata veřejností v kvalifikovaném dotazu na ČNB: *K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky*, 10. října 2013.

<sup>106</sup> § 614 odst. 1 písm. d), § 618 odst. 1 písm. d) ZISIF.

<sup>107</sup> Profesionální zákazník podle § 2a a 2b ZPKT.

<sup>108</sup> EuVECA a EuSEF.

výnosu investorům nedojde dříve než za 5 let od shromáždění prostředků, je navýšena až na 500 000 000 eur. Je nutné upozornit, že výpočet této hodnoty není určen podle jednotlivých obhospodařovatelů bez výjimky - v případě koncernu se hodnota počítá za celý koncern, tzn. za všechny subjekty spřízněné s obhospodařovatelem.<sup>109</sup>

Jelikož podle názoru evropského zákonodárce může objem majetku spravovaný nadlimitním obhospodařovatelem (podle terminologie ZISIF „obhospodařovatele oprávněného přesáhnout rozhodný limit“<sup>110</sup>) představovat riziko pro stabilitu evropského finančního trhu, podléhají tito obhospodařovatelé podmínkám plné regulace AIFMD. Pokud hodnota spravovaných prostředků tuto hodnotu nedosáhne (u podlimitního obhospodařovatele či podle terminologie ZISIF „obhospodařovatele neoprávněného přesáhnout rozhodný limit“<sup>111</sup>), nemělo by podnikání tohoto obhospodařovatele představovat vysoká rizika a být zbytečně omezováno. Jak jsem již zmínila výše, AIFMD tak stanovila podmínky pouze pro nadlimitní správce, které ZISIF transponoval do právního řádu pro nadlimitní alternativní fondy, a úpravu podlimitních fondů ponechala v diskreci členských států. V článku 3 AIFMD vymezila pouze několik podmínek, které musí členské státy vzít v potaz - např. požadavek registrace či základní informační povinnosti. Podlimitní správci mají obecně fungovat v rámci „mírnějšího režimu“<sup>112</sup>, na základě kterého nebudou podléhat takovým omezením jako nadlimitní fondy. V ZISIF to však neplatí bez výjimky – mírnější regulace byla totiž v návaznosti na diskreci při úpravě podlimitních fondů a nabízení alternativních fondů „neprofesionálním“ investorům ponechána pouze pro fondy kvalifikovaných investorů.<sup>113</sup>

### 2.3.3 Režim pro speciální fondy

Jelikož je cílovou skupinou speciálních fondů, jako „alternativních fondů pro veřejnost“ právě široká (laická) veřejnost, vyžaduje pro ně české právo regulaci ve větší míře.<sup>114</sup> Ta je zajištěna stanovením tzv. povinného *opt-in* do režimu plné regulace

---

<sup>109</sup> Čl. 2-11 nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice AIFMD, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled (PN-AIFMD).

<sup>110</sup> Např. § 6 odst. 4, § 16 ZISIF.

<sup>111</sup> Např. § 17 ZISIF.

<sup>112</sup> Čl. 17 preambule AIFMD.

<sup>113</sup> Čl. 3, čl. 43 AIFMD.

<sup>114</sup> Komentář ZISIF, s. 29.



AIFMD. Vyplývá to z § 6 odst. 4 ZISIF, který stanoví, že „*Obhospodařovatelem speciálního fondu může být jen obhospodařovatel oprávněný přesáhnout rozhodný limit.*“ To znamená, že nezáleží na tom, zda obhospodařovatel speciálního fondu rozhodný limit skutečně přesáhne nebo nepřesáhne (či plánuje či neplánuje přesáhnout), v každém případě mu ZISIF nařizuje, aby se podmínkám AIFMD povinně podřídil. Speciální fond tak, bez ohledu na rozhodný limit, nemá ohledně typu regulace na výběr.<sup>115</sup>

Důvodem této striktní úpravy je pochopitelně prioritní záměr zákonodárce chránit neprofesionální a nekvalifikované (retailové) investory při investování do rizikovějších typů investičních fondů. Speciální fondy totiž z důvodu různorodých přípustných investičních strategií či typů investičních aktiv nemohou spadat pod úpravu standardních fondů pro veřejnost a využívat ochranných mechanismů podle směrnice UCITS. Nicméně díky diskreci ponechané členským státům k úpravě podmínek stanovených pro nabízení investic do alternativních fondů podle článku 43 AIFMD Česká republika určila pro speciální fondy omezení velmi podobná těm pro standardní fondy. Neopomenutelnou výhodou speciálních fondů v režimu plné regulace podle AIFMD však zůstává výhoda evropského pasu tak jako u standardních fondů.

#### **2.3.4 Režim pro fondy kvalifikovaných investorů**

Na rozdíl od obhospodařovatelů speciálních fondů je obhospodařovatelům fondů kvalifikovaných investorů ponechána větší volnost. Pro své fungování mají v rámci úpravy ZISIF k výběru několik možností. Ty se dají rozdělit na tři základní typy: plná regulace podle AIFMD, národní režim nebo vybrané typy evropských fondů.

- (a) *Plná regulace podle AIFMD.* Tak jako u obhospodařovatelů speciálních fondů, i obhospodařovatelé fondů kvalifikovaných investorů podléhají povinnému *opt-inu* do režimu plné regulace podle AIFMD, avšak výhradně za situace, kdy tento obhospodařovatel překročí při shromáždění majetku do fondu rozhodný limit.<sup>116</sup> Licence nadlimitního obhospodařovatele mu pak, za podmínky dodržování zákonných povinností „osoby oprávněné překročit rozhodný limit“ podle ZISIF, zajistí užívání evropského pasu. Podlimitní obhospodařovatel může zvolit *opt-in*

---

<sup>115</sup> Ibid.

<sup>116</sup> § 16 ZISIF.

do režimu plné regulace podle AIFMD dobrovolně, což mu umožňuje nejen automatickou možnost přesažení rozhodného limitu ale samozřejmě i výhody evropského pasu.

- (b) *Národní režim.* Alternativou k režimu plné regulace podle AIFMD je možnost zůstat regulován pouze v rámci národního režimu. Tento mírnější „*light*“ režim se však týká pouze podlimitních obhospodařovatelů (nadlimitní podléhají povinnému *opt-inu*, jak stanoví článek (a) výše). Pro podlimitní fondy kvalifikovaných investorů v národním režimu jsou oproti plné regulaci obecně stanoveny méně přísné požadavky.
- (c) *Evropské fondy EuVECA a EuSEF.* Obhospodařovatel fondu kvalifikovaných investorů si může zvolit režim jednoho ze samostatných typů evropských alternativních fondů, jež jsou upraveny přímo aplikovatelnými evropskými nařízeními – těmi jsou kvalifikovaný fond rizikového kapitálu (**EuVECA**)<sup>117</sup> a kvalifikovaný fond sociálního podnikání (**EuSEF**)<sup>118</sup>. Správci těchto fondů podléhají regulaci nižší intenzity než podle AIFMD obdobné pro podlimitní správce v národním režimu. Hlavními rozdíly jsou zejména omezenější investiční strategie (rozložení portfolia) a nutnost dodržovat rozhodný limit do 500 000 000 eur. Výhodou tohoto režimu je umožnění využívání evropského pasu, což není obhospodařovatelům podlimitních fondů v českém národním režimu povoleno.<sup>119</sup>

Nad rámec těchto režimů je postavena možnost obhospodařovatele alternativního fondu, který by mohl z povahy své činnosti naplnit definici obhospodařovatele fondu kvalifikovaných investorů, fungovat zcela mimo režim úpravy investičních fondů podle ZISIF. V návaznosti na splnění požadavků pouze prvního odstavce článku 3 AIFMD poskytuje ZISIF možnost vyloučení své právní úpravy pro osoby provádějící tzv. *správu srovnatelnou s obhospodařováním* podle § 15 ZISIF. Tato

---

<sup>117</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu (*EuVECA - the European Venture Capital Funds*).

<sup>118</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání (*EuSEF – the European Social Entrepreneurship Funds*).

<sup>119</sup> Důvodová zpráva, s. 32.

osoba, která provádí činnost kolektivního investování v rámci svých běžných podnikatelských aktivit, však není obhospodařovatelem investičního fondu, investiční společností ani samosprávným investičním fondem a není oprávněna přesáhnout rozhodný limit. Správce je povinen registrovat se do samostatného seznamu vedeného ČNB a plnit některé informační povinnosti. Důležitou informací je, že podle ZISIF ČNB nad tímto správcem nepůsobí jako orgán dohledu, proto tato osoba nesmí nikde uvádět, že jde o regulovaný subjekt. Komplexnímu výkladu tohoto institutu se věnuji v článku 7.5 níže.

### **2.3.5 Daňové dopady na alternativní fondy**

Jedním z důležitých aspektů při výběru režimu fungování obhospodařovatele alternativních fondů je zdanění příjmů z jeho činnosti. Investiční fondy jsou podle Zákona o daních z příjmů<sup>120</sup> tak jako právnické osoby poplatníky daně z příjmů. To platí nejen pro fondy s právní subjektivitou, ale i pro podílové fondy a jednotlivé podfondy akciové společnosti s proměnným kapitálem.<sup>121</sup> Jejich zdanění však (vedle běžné sazby daně z příjmu pro právnické osoby v procentuální výši 19 %) obecně podléhá nižší sazbě daně v procentuální výši 5 %<sup>122</sup>. Tato nižší sazba není žádnou novinkou – pětiprocentní zdanění platilo již od roku 2004, avšak v té době výhradně pro standardní fondy. Přijetí ZISIF pak způsobilo, že do podmínek pro investiční fondy spadly také fondy alternativní, které poté měly bez výjimky stejný nárok jako původně fondy standardní. Podezření zákonodárce ze zneužívání nízké sazby společnostmi, které za účelem obejít standardní devatenáctiprocentní daň vydávaly své podnikání za činnost fondů kvalifikovaných investorů, mělo jediný následek – s účinností od 1. ledna 2015 byly novelou Zákona o daních z příjmů zásadně změněny podmínky pětiprocentní daně - ta je od začátku roku přístupna pouze investičním fondům, které naplní definici „základního investičního fondu“<sup>123</sup>.

Základní investiční fond je fond nebo srovnatelný zahraniční fond, který spadá do úpravy ZISIF (tj. nepůjde o entity, které jsou vyňaty z jeho úpravy podle § 2 a § 2a ZISIF ani o společnost provozující činnost správy srovnatelné s obhospodařováním

---

<sup>120</sup> Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v platném znění (**Zákon o daních z příjmů**).

<sup>121</sup> § 17 odst. 1 písm. c) a d) Zákona o daních z příjmů.

<sup>122</sup> § 21 odst. 1 a 2 Zákona o daních z příjmů.

<sup>123</sup> § 17b Zákona o daních z příjmů.

podle § 15 ZISIF). Musí však jít o fond, který je obchodován na evropském regulovaném trhu<sup>124</sup>, o otevřený podílový fond nebo o fond investující více než 90 % hodnoty majetku primárně do cenných papírů<sup>125</sup>. Jelikož Zákon o daních z příjmů pro účely zvýhodněného daňového režimu nerozlišuje mezi fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů, či standardními a alternativními fondy (užívá pouze pojmu „investiční fond“), lze uzavřít, že pokud dané podmínky splní jakýkoli investiční fond podle ZISIF (standardní či alternativní), bude pro něj plynout nárok na příslušnou sníženou sazbu. Jako prevence obcházení zákona výše zmíněným zastíráním běžné podnikatelské činnosti investiční aktivitou, nejsou daňové výhody dostupné alternativním fondům investujícím např. do komodit, nemovitostí, infrastruktury či dalších speciálních investic, existujících převážně jako fondů kvalifikovaných investorů. Zákon o daních z příjmů myslí i na srovnatelné zahraniční fondy – zahraniční entita musí pro dosažení příslušných daňových výhod splnit stejné podmínky jako domovské fondy, avšak kromě toho musí jít o (i) unijní investiční fond, (ii) oprávněný k činnosti na základě povolení ČNB, (iii) jehož srovnatelnost musí být patrná ze statutu či obdobného dokumentu, (iv) který prokáže, že se podle práva jeho domovského státu jeho příjmy ani z části nepřiřítají jiným osobám.<sup>126</sup>

### 3. VÝKON ČINNOSTÍ PŘI SPRÁVĚ FONDU

#### 3.1 Obhospodařování a administrace

##### 3.1.1 *Rozdíl mezi obhospodařováním a administrací*

Při výkonu činnosti alternativních fondů právní úprava rozlišuje mezi dvěma hlavními aktivitami - obhospodařováním majetku a prováděním administrativy fondu. Na rozdíl od právní úpravy standardních fondů, která výslovně vyžaduje, aby při jejich obhospodařování nedošlo k distribuci obhospodařování majetku fondu a jeho administrace mezi různé subjekty<sup>127</sup>, u regulace alternativních fondů zákon naopak umožňuje rozdělení činnosti mezi obhospodařovatele a administrátora jako zcela odlišné osoby.

<sup>124</sup> Seznam evropských regulovaných trhů podle směrnice MIFID online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/seznamy/ostatni\\_seznamy/download/seznam\\_cz\\_a\\_zahr\\_reg\\_trhu.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/ostatni_seznamy/download/seznam_cz_a_zahr_reg_trhu.pdf).

<sup>125</sup> Konkrétní výčet vhodných investičních aktiv stanoví § 17b odst. 1 písm. c) Zákona o daních z příjmů.

<sup>126</sup> § 17b odst. 1 písm. d) Zákona o daních z příjmů.

<sup>127</sup> § 40 odst. 2 ZISIF.

Obhospodařovatel je tedy správcem fondu, mezi jehož základní aktivity patří obhospodařování shromážděného majetku, určování investiční strategie a řízení investičních rizik. Tyto úkoly nesmí obhospodařovatel na nikoho převést. Zákon nicméně vymezuje konkrétní obslužné (administrativní) činnosti, jejichž náplň není toliko závislá na individuálních schopnostech obhospodařovatele, a proto není nutné, aby je obhospodařovatel vykonával sám. Jsou jimi činnosti jako např. vedení účetnictví, zajišťování právních služeb, daňové poradenské služby, oceňování majetku, výpočet NAV<sup>128</sup> a pod., které obhospodařovatel z různých důvodů vykonávat nechce nebo pro svou nedostatečnou specializaci a zkušenosti vykonávat nemůže.<sup>129</sup> Obhospodařovatel alternativního fondu si může podle svého uvážení vybrat, zda bude provádět administraci sám nebo touto činností pověřit administrátora. V každém případě však zodpovídá za to, že zabezpečí administraci u všech jím obhospodařovaných fondů.<sup>130</sup>

### 3.1.2 Rozdělení úloh mezi obhospodařovatele a administrátora

Pokud se obhospodařovatel rozhodne, že se sám soustředí výhradně na správu majetku, má na výběr dva způsoby delegace administrativní činnosti – pověření jiné osoby nebo uzavření smlouvy o poskytování administrace s hlavním administrátorem. Tyto možnosti mají odlišný dopad na odpovědnost administrátorů vůči třetím osobám.<sup>131</sup>

V prvním případě je obhospodařovatel v statutu fondu označen jako administrátor, avšak podstatnou částí administrace pověřit jinou osobu na základě smluvního ujednání (tzv. *outsourcing* administrace). Obhospodařovatel je sám odpovědný za veškerou „outsourcovanou“ činnost, kterou mu pověřený administrátor poskytne. Druhý případ nastane v situaci, když obhospodařovatel uzavře smlouvu o administraci fondu s osobou v zákoně k tomu určenou, tzv. *hlavním administrátorem*.<sup>132</sup>

Dle vymezení ve statutu je administrátor oprávněn k různým činnostem, může ve své funkci vystupovat i vůči třetím osobám a veřejným orgánům ale vždy pouze jako „zprostředkovatel“ obhospodařovatele. Administrátor je (nezávisle na způsobu jeho

<sup>128</sup> Čistá hodnota majetku (NAV - *net asset value*).

<sup>129</sup> § 38 ZISIF a Příloha I AIFMD.

<sup>130</sup> Důvodová zpráva s. 36.

<sup>131</sup> Šovar, J., *Hlavní administrátor: Nedoceňovaná příležitost pro obchodníky s cennými papíry a banky*. Patria Online, 17. července 2014.

<sup>132</sup> § 41 ZISIF.

ustavení) částečně také obhospodařovatelem fondu, a proto je během trvání své funkce povinen dodržovat nejen pravidla stanovené pro administraci alternativních fondů ale také obecné povinnosti obhospodařovatele. Každý fond je však oprávněn mít pouze jednoho administrátora.<sup>133</sup>

### 3.1.3 *Hlavní administrátor*

Hlavní administrátor je právnická osoba se sídlem v České republice specializovaná na poskytování administrativního servisu alternativním fondům. Pro tuto činnost mu musí být udělena licence k administraci investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu od ČNB. Na základě této licence však hlavní administrátor není oprávněn investiční fond obhospodařovat, může pouze provádět specifikovanou administrativní činnost, která je v ní vymezena.<sup>134</sup> Konkrétní specifikaci a rozsah jednotlivých služeb a výši úplaty si obhospodařovatel a administrátor dohodnou ve smlouvě o administraci. Hlavní administrátor se (na rozdíl od *outsourcingu*) zapisuje do statutu jako osoba oprávněná k administraci fondu.<sup>135</sup>

Osoba oprávněná působit jako hlavní administrátor může být např. obchodník s cennými papíry, pobočka zahraničního obchodníka s cennými papíry, banka nebo pobočka zahraniční banky. Rozdíl mezi administrací obhospodařovatelem a jedním z těchto typů hlavních administrátorů je, že tyto mohou v rámci své činnosti poskytovat všechny hlavní i doplňkové investiční služby (přijímat a předávat pokyny a vést evidenci podílových listů fondu) a poskytovat další služby a poradenství, obhospodařovatel však může provádět vymezené jednání jen pro jím obhospodařované fondy. K administraci jiných fondů ve stejném rozmezí jako výše uvedené typy hlavních administrátorů je povinen získat licenci k provádění investičních služeb (IPM).

Je nutné upozornit na řádné oddělení pojmů funkcí administrátora a hlavního administrátora. Administrátor označuje „*vykonavatele určité činnosti*“<sup>136</sup>, jímž může být jak obhospodařovatel, samosprávný fond či hlavní administrátor. Samotné označení hlavního administrátora však již určuje osobu, která disponuje povolením ČNB

---

<sup>133</sup> § 40 odst. 1, věta druhá ZISIF.

<sup>134</sup> § 42 odst. 1 ZISIF.

<sup>135</sup> Komentář ZISIF, s. 149.

<sup>136</sup> Králík, Aleš, *Umožnění provádění administrace investičního fondu osobou odlišnou od obhospodařovatele tohoto fondu*, Obchodněprávní revue 5/2013, s. 145, odst. IV.

umožňujícím provádět u alternativních fondů činnost administrace.<sup>137</sup>

### 3.1.4 Pravidla pro činnost a hospodaření obhospodařovatele a administrátora

Rozdělení činnosti mezi obhospodařovatele a administrátora je podstatné pro určení osoby odpovědné za dodržování zákonných pravidel pro jednání při běžném chodu fondu. Obecně jsou mantinely při obhospodařování alternativních fondů nastaveny samostatně pro obhospodařovatele a samostatně pro administrátora, ty se ale v mnohých postupech prolínají. Pokud pak obhospodařovatel plní i funkci administrátora (či využívá pouze možnosti *outsourcingu*), logicky se na něj vztahují pravidla jak pro obhospodařovatele, tak pro administrátora. ZISIF totiž stanoví podmínky vztahující se k činnosti, nikoliv k osobě, která tuto činnost vykonává.

- (a) *Odborná péče*. Důležitými předpoklady obhospodařovatele a administrátora jsou důvěryhodnost a řádný a obezřetný výkon jejich činnosti, což platí i pro osoby, které mají v obhospodařovateli a administrátorovi kvalifikovanou účast. Nesmí vzniknout důvodné obavy z toho, že by vedoucím osobám chyběly schopnosti nutné ke správě fondu, nebo že by nebyly dostatečně transparentní jejich vztahy s fondem či původ a nezávadnost finančních zdrojů.<sup>138</sup> Tyto předpoklady jsou nevyhnutelné ke splnění povinností obhospodařovatele a administrátora podle § 18 a § 45 ZISIF, a to provádět svou činnost při správě fondu „s odbornou péčí“. Povinnost odborné péče obhospodařovatele a administrátora je totiž určitým ujištěním, že tyto osoby při správě fondu poskytnou své služby v co nejvyšším standardu, tzn. „vyšším než běžná péče nebo péče řádného hospodáře“<sup>139</sup>. Odbornou péčí se rozumí „schopnost jednat se znalostí a pečlivostí, která je spojena s určitým povoláním či stavem“.<sup>140</sup> Aby byla odborná péče zajištěna, musí alespoň dvě vedoucí osoby obhospodařovatele a dvě vedoucí osoby administrátora disponovat dostatečnými schopnostmi a zkušenostmi pro výkon jejich hlavní činnosti, při ostatních činnostech postačňují jednat s řádnou péčí. Při pověření třetí osoby je ten, kdo tuto osobu pověřil, za její péči při činnosti plně

<sup>137</sup> Králík, Aleš, *Umožnění provádění administrace investičního fondu osobou odlišnou od obhospodařovatele tohoto fondu*. Obchodněprávní revue 5/2013, s. 145.

<sup>138</sup> § 479 písm. b), e), i), § 482 písm. b), e), g) a § 522 odst. 2 ZISIF.

<sup>139</sup> Komentář ZISIF, s. 161.

<sup>140</sup> Komentář ZISIF, s. 161.

odpovědný.

- (b) *Systém řízení a kontroly.* Veškeré činnosti v rámci obhospodařování a administrace fondu musí být provedeny řádně a obezřetně. Pro dodržení těchto požadavků ZISIF zavádí povinnost zavést tzv. *řídící a kontrolní systém*<sup>141</sup>. Tento systém zahrnuje výčet požadavků na obhospodařovatele a administrátora, které se týkají řízení, organizačního uspořádání, řízení rizik (které jsou značně odlišné při administraci, než při obhospodařování)<sup>142</sup> a systému vnitřní kontroly. Obecně slouží k tomu, aby zajistil funkční chod běžných činností fondu (např. interní a externí pravidla pro komunikaci, řízení střetů zájmů v rámci fondu) a plnil zákonné požadavky činností v rámci administrace fondu (např. řádné vedení účetnictví fondu či zajišťování dodržování pravidel při zpracovávání osobních údajů investorů), ale liší se od náplně práce obhospodařovatele a administrátora – zatímco je administrátor limitován pouze povinnostmi běžného fungování, součástí systému pro řízení a kontrolu obhospodařovatele jsou i fundamenty jako pravidla pro obchodování či využití pákového efektu (*leverage*)<sup>143</sup>. Tyto požadavky nezbytně doplňuje kontrolní mechanismus zabezpečující jejich řádný výkon. Nastavený systém jsou obhospodařovatel a administrátor povinni dodržovat a uplatňovat během celé doby výkonu činnosti. To platí také pro veškeré povinnosti stanovené ve statutu, smlouvě o administraci, smlouvách s pověřenými osobami a smlouvách s osobami, pomocí kterých fond vykonává činnost.<sup>144</sup>
- (c) *Pravidla jednání.* Nastavení pravidel jednání obhospodařovatele a administrátora je upraveno rozdílně, a to pochopitelně z důvodu odlišností jejich náplně práce při správě fondu. Při výkonu (zákonem či smlouvou) svěřených činností se předpokládá, že obhospodařovatel bude ten, jehož povinnosti se budou primárně vázat na obhospodařování, tzn. na činnosti související pouze se zhodnocováním majetku, s investiční strategií či souvisejícím rizikem. Naopak,

---

<sup>141</sup> § 20, § 47 ZISIF.

<sup>142</sup> Důvodová zpráva, s. 39.

<sup>143</sup> § 20 odst. 2 písm. k)-l) ZISIF.

<sup>144</sup> § 48, § 50, § 59 ZISIF.



administrátor bude vystupovat více méně jako spojení s okolním světem, tj. jako kontakt mezi třetími osobami a fondem. ZISIF rozděluje pravidla jednání pro obhospodařovatele a administrátora, nicméně jejich základ zůstává stejný – oba jsou při své činnosti povinni jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě a v nejlepším zájmu investorů<sup>145</sup> („*due skill, care and diligence*“)<sup>146</sup>. Další úprava se u každého zaměřuje podle jeho kompetencí.

Obhospodařovatel při výkonu své činnosti nakládá s informacemi, které mohou mít dopad na kapitálový trh, proto ZISIF předepisuje, aby obhospodařovatel při výkonu činnosti postupoval tak, aby obhospodařováním nenarušoval stabilitu a fungování trhu.<sup>147</sup> Administrátorovi tuto povinnost ZISIF neukládá, vychází však obecně u úpravy podnikání na kapitálovém trhu<sup>148</sup>. Mezi nejdůležitější povinnosti administrátora je provádět administraci bez zbytečně vysokých nákladů a dodržování kvalitativních požadavků ČNB na administrativní postupy. Za neméně důležitou považují povinnost administrátora poskytnout investorům veškeré klíčové i doplňující informace, které je možné jim v souladu se zákonem a investiční strategií fondu poskytnout, aby si mohli kdykoli utvořit celistvý obraz o fungování fondu. Proto si myslím, že by měl být administrátor, který je tváří fondu (na rozdíl od obhospodařovatele, který funguje spíše v ústraní), investorům vždy k dispozici.

### **3.1.5 Výhody oddělených činností**

Obecně je separace obhospodařování od administrace preferovanou variantou, která přináší velké množství výhod. Pokud je administrátorem osoba odlišná od obhospodařovatele (jako hlavní administrátor, nikoliv administrátor pověřen formou *outsourcingu*), bude od obhospodařovatele vyžadována pouze licence k obhospodařování - povolení k administraci vůbec nepotřebuje. Kromě toho není povinen dodržovat pravidla, které zákon vyžaduje jen od administrátora (informační povinnosti, jednání s investory, kontrolní systémy) či disponovat licencemi a povoleními k různým typům administrativní činnosti (veřejnoprávní oprávnění).

---

<sup>145</sup> § 22 odst. 1, 49 odst. 1 ZISIF.

<sup>146</sup> Čl. 12 odst. 1 písm. a) AIFMD.

<sup>147</sup> § 22 odst. 1 písm. a) ZISIF.

<sup>148</sup> § 12 písm. c) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT).

Pozitivem je možné shledat také minimální konkurenci mezi obhospodařovatelem a hlavním administrátorem (který podle licence od ČNB nesmí obhospodařovat investiční fondy), jelikož mají oba jiný předmět podnikání. Tím se např. omezuje možné porušení obchodního tajemství či jiná nekalosoutěžní jednání.<sup>149</sup>

## 3.2 Depozitář

### 3.2.1 Činnost depozitáře

Třetí klíčovou funkci v rámci obhospodařování investičních fondů zastává depozitář. Jeho úlohou je vykonávat při obhospodařování investičního fondu některé základní služby, jež zákon svěřuje výslovně do jeho kompetence. Mezi ně patří mimo jiné kontrola obhospodařovatele v rozsahu jím vykonávané činnosti a vedení peněžních prostředků fondu.<sup>150</sup> Pravidla pro činnost depozitáře pocházejí již z regulace standardních fondů, AIFMD je z větší části pro alternativní fondy přebrala.

Náplní jeho činnosti je kontrola řádného obhospodařování fondu v souladu se zákonem, statutem alternativního fondu a depozitářskou smlouvou. Jak vyplývá z prováděcího nařízení AIFMD č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice AIFMD, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt<sup>151</sup>, transparentnost a dohled (**PN-AIFMD**), provádí se tato kontrola až *ex post*<sup>152</sup>, tedy až poté, co jsou relevantní obchody vypořádány, avšak tak, aby měl depozitář pro kontrolu k dispozici všechna podstatná data. Depozitář kontroluje výkup a odkup podílových listů a investičních akcií, výpočet jejich hodnoty, oceňování majetku, dodržení lhůt pro vyplácení protiplnění z obchodů provádění příkazů či použití výnosů z obhospodařování, přičemž v případě zjištění nedostatků věc neprodleně projedná s obhospodařovatelem. Depozitář jedná s odbornou péčí a v nejlepším zájmu fondu a jeho investorů (nikoliv v zájmu obhospodařovatele)<sup>153</sup>, a proto je pro něj důležitá co nejrychlejší a nejvhodnější náprava nastalého stavu. Zde však považuji za nutné podotknout, že další postup záleží na jistotě depozitáře, že výsledkem jeho kontrolního zjištění bylo provedení určité záležitosti v rozporu se zákonem. Zejména u fondů

<sup>149</sup> Šovar, Jan. *Hlavní administrátor: Nedoceňovaná příležitost pro obchodníky s cennými papíry a banky*. Patria Online, 17. července 2014.

<sup>150</sup> § 73 a § 74 ZISIF.

<sup>151</sup> Pákový efekt (*leverage*) je metoda, kterou obhospodařovatel zvyšuje expozici vůči riziku jím spravovaného alternativního fondu. Čl. 4 odst. 1 písm. v) AIFMD.

<sup>152</sup> Čl. 109 preambule PN-AIFMD.

<sup>153</sup> § 62, § 66, § 73 ZISIF.

kvalifikovaných investorů se mohou vyskytnout i vysoce rizikové investice, které bude depozitář považovat za nevhodné, nikoliv však nelegální. Jeho úlohou je obhospodařovatele na tato zjištění upozornit, a až pokud dojde k závěru, že došlo k porušení předpisů a hrozí nebezpečí z prodlení, má o těchto zjištěních povinnost informovat ČNB. Jinak se má za to, že depozitář poskytne informace ČNB jen tehdy, pokud je o tyto informace požádán.<sup>154</sup> V teorii jsou tato šetření kontroverzní z hlediska principu zákazu sebeobviňování – obhospodařovatel by neměl mít povinnost poskytovat depozitáři údaje a dokumenty, které by potenciálně mohly vést k správnímu či trestnímu postihu jeho osoby. Zjišťování porušení zákonných pravidel by mělo být výhradně kompetencí ČNB.<sup>155</sup>

Dalším typem poskytovaných služeb depozitáře je opatrování, úschova a evidence majetku fondu (*custody*). Veškeré investiční nástroje, které lze depozitáři fyzicky předat, přijme depozitář do úschovy nebo zaeviduje do příslušné evidence na účet pod svým jménem (typicky u brokera či jiné osoby oprávněné k evidenci investičních nástrojů). Depozitáři náleží i evidence dalšího majetku (*other assets*), který je veden na účtu obhospodařovatele či centrálního depozitáře cenných papírů (**CDCP**) (tedy nikoliv na účtu depozitáře).<sup>156</sup> Pro speciální fondy je depozitář oprávněn zajišťovat i evidenci majetku, které drží hlavní podpůrce (*prime broker*). Depozitář nicméně nesmí opětovně použít finanční kolaterál bez zajištění předchozího souhlasu obhospodařovatele.<sup>157</sup> Celkovou náplň svojí činnosti by měl dle mého depozitář přizpůsobit každému jednotlivému investičnímu fondu dle jeho konkrétní formy a typu povolení.

### 3.2.2 *Depozitářská smlouva*

Depozitář uzavírá s obhospodařovatelem tzv. depozitářskou smlouvu, na níž klade ZISIF požadavek povinně písemné formy a úplatnosti<sup>158</sup> a některé povinné obsahové náležitosti. Mezi ty patří způsob komunikace, vedení záznamů, ochrana osobních údajů, ale např. i výčet zeměpisných oblastí, ve kterých alternativní fond hodlá investovat, povinnost přístupu depozitáře k účetním knihám či právo depozitáře

---

<sup>154</sup> Komentář ZISIF, s. 214, § 474 ZISIF.

<sup>155</sup> Komentář ZISIF, s. 223.

<sup>156</sup> Komentář ZISIF, s. 229.

<sup>157</sup> § 63 ZISIF.

<sup>158</sup> § 67 odst. 1 ZISIF.

provádět šetření na místě ve faktickém sídle obhospodařovatele.<sup>159</sup>

### 3.2.3 *Další požadavky na činnost depozitáře*

Depozitář je za řádný výkon své funkce odpovědný, a to jak za porušení svých běžných povinností (obhospodařovateli, fondu či konkrétnímu investorovi) ale i za tzv. ztrátu investičních nástrojů. Ta nastane v případě prokázání neplatnosti vlastnického práva k investičnímu nástroji, který byl opatřován depozitářem, fond byl vlastnictví zbaven nebo s tímto nástrojem fond už není schopen nakládat.<sup>160</sup> V praxi mohou tyto situace nastat účetní chybou nebo právě nedbalostí depozitáře. Jeho odpovědnost je totiž objektivní, tj. stačí pouhé zavinění z nedbalosti.<sup>161</sup> Depozitář se vyviní, pokud prokáže, že ke ztrátě došlo „vlivem vnějších okolností, jež nebylo možné ovlivnit“<sup>162</sup>.

Každý investiční fond má povinnost mít depozitáře, avšak výlučně jednoho.<sup>163</sup> Tento přístup je obecně kritizován z důvodu nedostatečného rozložení rizika, jež se koncentruje do rukou jedné osoby. To může mít negativní dopad na situaci příliš volatilních trhů a s tím souvisejících krachů depozitářů (jako v minulosti např. u *Lehman Brothers*, při jejichž pádu nemohla řada hedgových fondů nakládat se svým majetkem<sup>164</sup>). Výjimku tvoří úprava podlimitních fondů kvalifikovaných investorů, jež fungují v rámci národní regulace. Těm se stanoví podmínka „alespoň jednoho“<sup>165</sup> depozitáře, tzn. i více.

Oproti standardním fondům tak AIFMD stanovuje pro nadlimitní speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů dílčí odchylky.<sup>166</sup> Osoby oprávněné působit ve funkci depozitáře fondů kvalifikovaných investorů jsou stanoveny výčtem v § 69 odst. 1 ZISIF – je jím banka se sídlem v České republice, pobočka zahraniční banky, obchodník s cennými papíry a zahraniční osoba splňující zákonné požadavky<sup>167</sup>. U fondů kvalifikovaných investorů jim může být i fyzická osoba – notář.<sup>168</sup> Je to jediný případ funkce v rámci obhospodařování alternativních fondů, ve které může působit

<sup>159</sup> § 70 ZISIF a čl. 83 PN-AIFMD.

<sup>160</sup> § 80-81 ZISIF, Čl. 21 odst. 12 AIFMD, čl. 100 PN-AIFMD.

<sup>161</sup> Důvodová zpráva, s. 44.

<sup>162</sup> Čl. 21 odst. 12 ust. 2 AIFMD.

<sup>163</sup> § 68 ZISIF.

<sup>164</sup> Komentář ZISIF, s. 217.

<sup>165</sup> § 83 odst. 1 ZISIF.

<sup>166</sup> ČNB. *Činnost depozitáře investičního fondu po nabytí účinnosti zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. Praha: ČNB, 11. září 2013.

<sup>167</sup> § 69 odst. 1 d) ZISIF.

<sup>168</sup> § 84 ZISIF.

fyzická osoba. Tato možnost plyne přímo z AIFMD, která povoluje členským státům povolit jako depozitáře notáře či advokáta pro fondy *private equity*, EuVECA a EuSEF. Český zákonodárce v transpozici umožnil pouze notáře-depozitáře.<sup>169</sup>

S odůvodněním zamezení konfliktu zájmů mezi obhospodařovatelem a investory ZISIF stanoví neslučitelnost funkcí depozitáře a obhospodařovatele - jejich činnosti musí být vždy striktně odděleny. Rozdílná pravidla platí u neslučitelnosti depozitáře a administrátora. Určité činnosti administrace (např. oceňování majetku) může vykonávat i depozitář, pouze však za předpokladu, že v případě potenciálního střetu zájmů s obhospodařovatelem či investory zajistí minimalizaci rizika efektivním oddělením těchto činností.

### 3.3 Hlavní podpůrce

#### 3.3.1 Činnost hlavního podpůrce

*Prime broker* neboli hlavní podpůrce<sup>170</sup> je osoba, která alternativnímu fondu poskytuje peněžní prostředky za účelem finanční podpory, která je nezbytná k realizaci obchodů alternativního fondu.

Investiční strategie alternativních fondů jsou často vysoce rizikové a pro dosažení svých cílů využívají např. různé typy derivátových nástrojů, pákový efekt (*leverage*), krátký prodej (*short selling*) či zvláštní situace na trhu (*event driven*). Na to, aby mohl alternativní fond obchody v rámci své agresivnější strategie provádět, potřebuje osobu, která mu realizaci těchto obchodů umožní. Tyto služby zabezpečuje *prime broker*, který poskytne (často ve velmi krátkém čase) alternativnímu fondu dostatečné množství peněžních prostředků pro provedení jeho obchodů.

Činnost *prime brokera* nebyla před přijetím AIFMD regulována. Investiční strategie standardních fondů byla již v minulosti z důvodu jejich regulace značně konzervativní (standardní fondy nemohou v rámci své regulované strategie využívat investiční strategie, na které by potřebovali *prime brokera*) a proto byl *prime broker* obecně využíván pouze alternativními fondy (zejména hedgovými fondy). Jeho funkce se však často prolínala s funkcí depozitáře, což bylo zejména z důvodu střetu zájmů vnímáno negativně. Proto byla AIFMD tato funkce oddělena s výjimkou případu, kdy

---

<sup>169</sup> Komentář ZISIF, s. 286.

<sup>170</sup> Termín „*prime broker*“ se v české verzi AIFMD překládá jako „hlavní makléř“. Přestože tento termín považuji za vhodnější, používám v této diplomové práci zákonný termín „hlavní podpůrce“.

*prime broker* zajistí efektivní funkční a hierarchické oddělení výkonu jeho činnosti jako *prime brokera* od jeho činnosti depozitáře, včetně sledování střetů zájmů a jejich oznamování investorům.<sup>171</sup>

Definice hlavního podpůrce však nezahrnuje pouze služby poskytující *hedge* fondům vysoké sumy peněžních prostředků pro zajištění pákového efektu, ale také široké spektrum investičních služeb (tzv. *brokerage services*). Alternativní fondy tak mohou místo klasického *prime brokera* využívat i služby *brokerů* (obchodníků s cennými papíry), pokud pro dosažení své investiční strategie nepotřebují masivní podpůrné fundace. Díky rozsáhlému vymezení činností hlavního podpůrce, mohou být alternativním fondům poskytnuty i úvěry, realizace běžných transakcí, vypořádací systémy či technologická podpora.<sup>172</sup>

### 3.3.2 *Funkce a typy hlavního podpůrce*

*Prime broker* vystupuje v transakcích prakticky ve třech pozicích: jako (i) protistrana (*counterparty*), a to u některých typů transakcí jako jsou např. úvěrování či derivátové obchody, kde nakládá s vlastním kapitálem, (ii) tzv. *principal*, pokud realizuje obchody svým jménem a na svůj účet, nebo (iii) osoba jednající na účet fondu (vlastním jménem či jménem fondu či obhospodařovatele) jako tzv. *agent* (typicky u *securities lending*).<sup>173</sup>

Hlavním podpůrcem může být banka, pobočka zahraniční banky se sídlem v členském státě, obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb v České republice. Všechny tyto osoby musí splňovat povinnost dodržování kapitálové přiměřenosti podle § 9 a § 9a ZPKT.

Řádný výběr hlavního podpůrce zajišťuje obhospodařovatel za podmínek článku 20 PN-AIFMD. Tento článek vymezuje požadavky na hlavního podpůrce, pokud má obhospodařovatel v úmyslu „uzavírat smlouvy v oblasti OTC derivátů, půjčování cenných papírů a repo operací“<sup>174</sup>. Obhospodařovatel (a případně i depozitář) poté s hlavním podpůrcem uzavře smlouvu o provádění podpůrných služeb (v povinně písemné formě<sup>175</sup>), avšak reálný vliv na hlavního podpůrce zůstává v rukou

<sup>171</sup> § 91 ZISIF a čl. 11 AIFMD.

<sup>172</sup> Komentář ZISIF, s. 290, a čl. 87 ZISIF.

<sup>173</sup> Komentář ZISIF, s. 290-291.

<sup>174</sup> Komentář ZISIF, s. 294 a čl. 20 PN-AIFMD.

<sup>175</sup> § 88 odst. 1 ZISIF.

obhospodařovatele. Ten musí zajistit, aby se depozitáři dostalo všech údajů a dokumentů potřebných k výkonu činnosti depozitáře (zejména u kontroly majetku alternativního fondu, s nímž nakládá hlavní podpůrce).<sup>176</sup>

### **3.4 Delegace činností na jiné osoby**

#### **3.4.1 Osoby vykonávající činnost pro obhospodařovatele a administrátora**

Jedním ze základních požadavků pro obdržení licence k administraci fondu je, aby měli obhospodařovatel a administrátor dostatečné personální předpoklady pro výkon činnosti.<sup>177</sup> Všechny osoby, které se tak na výkonu činnosti v rámci správy fondu podílejí na základě interních vztahů (personál) - typicky zaměstnanci, vedoucí osoby, smluvní partneři či jiné osoby v rámci personálního vybavení („osoby, pomocí kterých vykonává činnost“)<sup>178</sup>, musí být důvěryhodné a mít dostatečné znalosti a zkušenosti pro postup jim svěřených aktivit. Zákon v této souvislosti zakotvuje povinnost obhospodařovatele i administrátora mít minimálně dvě vedoucí osoby, které mají odpovídající profesionální výbavu pro řádný výkon funkce.<sup>179</sup> Pro ujištění jejich důvěryhodnosti a odborné způsobilosti se pro výkon jejich funkce vyžaduje souhlas ČNB.<sup>180</sup>

#### **3.4.2 Pověření jiných osob (outsourcing)**

Obhospodařovatel i administrátor mají možnost pověřit jednotlivými činnostmi, které spadají do jejich kompetence, jiné osoby (*outsourcing*).<sup>181</sup> Podmínky při delegaci kompetencí jsou však u obhospodařovatele i administrátora značně odlišné. Na obhospodařovatele jsou při delegaci obecně kladeny vyšší požadavky než při pověření třetí osoby administrátorem, protože je právě obhospodařování tou regulovanou činností, která je hlavním definičním znakem obhospodařování.<sup>182</sup>

Pokud má fond hlavního administrátora (obhospodařovatel není současně i administrátorem), je v tomto případě administrátor pouze delegátem (tj. pověřenou osobou). Jakákoli jiná osoba, na kterou hlavní administrátor outsourcuje činnosti, které

---

<sup>176</sup> § 89 ZISIF.

<sup>177</sup> § 482 písm. c) ZISIF.

<sup>178</sup> § 21 a § 48 ZISIF.

<sup>179</sup> Ibid.

<sup>180</sup> Komentář ZISIF, s. 87-88, s. 175.

<sup>181</sup> § 23 a § 50 ZISIF.

<sup>182</sup> Komentář ZISIF, s. 96.

mu byly svěřeny obhospodařovatelem v rámci administrace fondu, bude považován pouze za osobu pověřenou z outsourcingu (**sub-delegát**).<sup>183</sup> Naopak v případě pověření jiné osoby obhospodařovatelem k částečnému výkonu obhospodařování jde o přímou delegaci (**delegát**).

Hlavním rozdílem úpravy při outsourcingu výkonu činnosti obhospodařovatele a administrátora alternativního fondu jsou dodatečné ujištění obhospodařovatele, že delegáti budou osoby podléhající dohledu orgánu dohledu nad finančním trhem v EU (delegát by měl být finanční institucí splňující požadavky obezřetnosti podle evropského práva) a že delegátem nebude depozitář fondu či osoba jím pověřená (*subcustodian*).

U pověření delegáta některou z činností v rámci obhospodařování je alternativním fondům oproti fondům standardním stanovena důležitá výjimka - u standardních fondů nesmí být (či hrozit) střet zájmů mezi delegátem a obhospodařovatelem<sup>184</sup>, jelikož z povahy své činnosti musí obhospodařovatel jednat v nejlepším zájmu investorů, tzn. upřednostňovat jejich zájmy před vlastními<sup>185</sup>. U právní úpravy alternativních fondů stanoví ZISIF možnost pověřit i osobu v případě hrozícího střetu zájmů za podmínky, že budou nastaveny postupy pro nestrannou kontrolu delegáta, delegát bude při činnosti od obhospodařovatele funkčně i hierarchicky oddělen (tzn. také zákaz jednotného řízení) a budou zavedeny jasné postupy pro řízení střetu zájmů.

Obecně však platí jak u obhospodařovatele, tak u administrátora, že pověřením konkrétní činností se v žádném případě nezabývají povinností dodržovat veškeré (interní i externí) předpisy a povinnosti vyplývající ze závazků (např. ze smlouvy o administraci u administrátora). Obhospodařovatel i administrátor jsou povinni k pravidelné kontrole delegáta a sub-delegáta a k zajištění odpovídajících opatření k řízení s tím spojených rizik (každý je odpovědný za osobu, kterou on pověřil). Pověřením delegáta a sub-delegáta nesmí být znemožněn nebo omezen dohled ČNB nad obhospodařovatelem a obhospodařovatel i administrátor zůstávají plně odpovědní za výkon všech jednání plynoucích ze všech delegovaných či sub-delegovaných činností, včetně náhrady újm

---

<sup>183</sup> Komentář ZISIF, s. 96-98, s. 181-183.

<sup>184</sup> § 25 odst. 1 písm. d), e) a f) ZISIF.

<sup>185</sup> Komentář ZISIF, s. 102, § 22 odst. 1 písm. c) ZISIF.



vůči třetím osobám.<sup>186</sup>

### **3.4.3 Pověření dalšího pověřeným**

Ostatně i delegát a sub-delegát mohou delegovat náplň práce dále. U obou je pak nutnost splnit podmínky pro pověření a požadavky na pověřenou osobu a obdržet souhlas obhospodařovatele a ČNB.<sup>187</sup> Tyto pověřené osoby jsou pod dohledem osob, které jim pověření udělili, čímž vzniká řetěz bez limitací počtu pověření. Nicméně za tuto strukturu a případnou újmu vůči třetím osobám vždy odpovídá obhospodařovatel či administrátor, jehož kompetence byly přesunuty na další osoby.

### **3.4.4 Vyloučení úpravy pověření u fondů kvalifikovaných investorů**

Pravidla pověření dalších osob však neplatí bez výjimky. ZISIF ve svých ustanoveních § 28 a § 56 vylučuje aplikaci výše uvedené regulace při pověření osob při obhospodařování a administraci fondů kvalifikovaných investorů a srovnatelných zahraničních fondů, jejichž obhospodařovatel je osoba neoprávněná přesáhnout rozhodný limit (tzv. podlimitní fond). Pokud obhospodařovatel takového fondu zvolil regulaci pouze v rámci národního („*light*“) režimu, budou se na něj podle § 28 ZISIF ve vyloučených částech uplatňovat předpisy vztahující se k fondům EuVECA.<sup>188</sup> Až v případě *opt-in* do režimu plné regulace AIFMD, bude obhospodařovatel, který je oprávněn obhospodařovat pouze fondy kvalifikovaných investorů a srovnatelné zahraniční fondy, povinen k dodržování vymezených předpisů pro delegaci a sub-delegaci.

## **3.5 Kapitálové požadavky**

### **3.5.1 Dodržování kapitálových limitů**

ZISIF vyžaduje pro obhospodařování investičních fondů dodržování určitých minimálních kapitálových limitů. Každý obhospodařovatel a administrátor musí naplnit požadavek držení tzv. počátečního kapitálu (*initial capital*) a vlastního kapitálu (*own funds*). Obhospodařovatel je případně povinen ještě k doplnění dodatečného kapitálu

---

<sup>186</sup> Komentář ZISIF, s. 97, s. 182, § 23 písm. b), § 50 písm. c) ZISIF.

<sup>187</sup> § 26 a § 53 ZISIF.

<sup>188</sup> Komentář ZISIF, s. 108-109, s. 191-192. Na podlimitní obhospodařovatele se použijí čl. 7-10 Nařízení EuVECA.

(*additional own funds*) sloužícího ke krytí rizik spojených nebo k pojištění odpovědnosti za škodu.<sup>189</sup>

### 3.5.2 Počáteční kapitál obhospodařovatele

Základem počátečního kapitálu (*initial capital*) je primárně splacený základní kapitál společnosti<sup>190</sup>, ale také splacené emisní ážio, povinný rezervní fond, ostatní rezervní fondy po zdanění (s výjimkou rezervních fondů vytvořených účelově) a nerozdělený zisk společnosti<sup>191</sup>. Základní kapitál musí být pro účely výpočtu počátečního kapitálu (na rozdíl od podmínek korporátního práva, kde je možnost v různých právních formách fungovat se splacenou částí pouze 30 %)<sup>192</sup> zcela splacen.<sup>193</sup> ČNB při posouzení udělení povolení k obhospodařování alternativních fondů také vyžaduje transparentci a právní a faktickou nezávadnost počátečního kapitálu, čímž kontroluje i důvěryhodnost osob, které mají kvalifikovanou účast (společníci s 10 % a 20 % účastí na základním kapitálu)<sup>194</sup>. Výše počátečního kapitálu se posuzuje k okamžiku, ke kterému je uděleno povolení. Z toho vyplývá, že pokud obhospodařovatel již vykonává činnost a jím spravovaný majetek bude udělením povolení spojen s majetkem v obhospodařovaných fondech, musí ke dni udělení disponovat vlastním kapitálem (*own funds*) ve výši nutné pro počáteční kapitál obhospodařovatele.<sup>195</sup> Pokud při udělování povolení ČNB zjistí nedostatečnou výši počátečního kapitálu, může kromě neudělení povolení také omezit rozsah povolované činnosti, zejména investiční strategii obhospodařovatele, např. stanovením limitu na využití pákového efektu (*leverage*).<sup>196</sup>

Právní úprava rozděluje pravidla pro výši počátečního kapitálu podle toho, zda je obhospodařovatelem investiční společnost, a jedná se tedy o tzv. externího obhospodařovatele fondu (*external manager*), nebo o samosprávný fond, který se

---

<sup>189</sup> Čl. 9 odst. 3 a 7 AIFMD.

<sup>190</sup> Podmínky pro základní kapitál stanoví Zákon o obchodních korporacích, zahraniční osoba s povolením podle § 481 ZISIF dodržuje předpisy domovského státu.

<sup>191</sup> Podrobná pravidla při určování výše kapitálu stanoví vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

<sup>192</sup> Např. § 253 Zákona o obchodních korporacích ve vztahu k akciové společnosti.

<sup>193</sup> § 479 odst. 1 písm. f), § 480 odst. 1 písm. b), § 480 odst. 2 písm. a), § 481 odst. 1 písm. b) ZISIF.

<sup>194</sup> Komentář ZISIF, s. 112, § 522 odst. 2 ZISIF.

<sup>195</sup> Komentář ZISIF, s. 112.

<sup>196</sup> Komentář ZISIF, s. 112, § 485 odst. 2 ZISIF.

obhospodařuje sám (*internally managed fund*).<sup>197</sup> Povinná výše počátečního kapitálu u investiční společnosti, která je obhospodařovatelem alternativního fondu, či obdobné zahraniční společnosti s povolením ČNB k obhospodařování alternativního fondu (zahraniční osoba podle § 481 ZISIF, jež si zvolila Českou republiku jako tzv. referenční stát<sup>198</sup>), musí činit alespoň 125 000 eur (přibližně 3,38 mil. Kč<sup>199</sup>). Vyšší hranice se stanoví pro samosprávný fond a zahraniční osobu srovnatelnou se samosprávným fondem. U těch musí počáteční kapitál činit nejméně 300 000 eur (přibližně 8,11 mil. Kč<sup>200</sup>). Pokud má samosprávný fond formu akciové společnosti s proměnným kapitálem (*SICAV*), do počátečního kapitálu se započítává pouze kapitál ze zakladatelských akcií. Kapitálový požadavek počátečního kapitálu je u podlimitních fondů logicky nejmenší, a to pouze 50 000 eur (přibližně 1,35 mil. Kč)<sup>201</sup>, a to jak pro alternativní fondy, které zvolí národní režim, tak pro ty operující v režimu podle nařízení EuVECA a EuSEF.<sup>202</sup>

U zahraniční osoby s povolením, která musí dodržovat korporátní požadavky práva podle jejího sídla je potřeba přizpůsobit aplikaci požadavků české úpravy na konkrétní případ. Z toho usuzuji, že pokud ZISIF např. v § 29 odst. 4 určuje, co všechno se do počátečního kapitálu započítá za účelem splnění požadavků na jeho výši a společnost podle domovského státu nemá povinnost vytvořit rezervní fond, nebude tak vůbec možné aplikovat § 29 odst. 4 písm. c) ZISIF.<sup>203</sup>

### 3.5.3 *Fondový kapitál*

Pro každý investiční fond je stanovena určitá minimální výše kapitálu, kterou je obhospodařovatel fondu povinen dosáhnout do určité zákonem stanovené doby od udělení povolení ČNB k jeho činnosti. Tento kapitál je určen jako čistá hodnota majetku, tzv. NAV (*net asset value* - hodnota majetku snižená o dluhy fondu).<sup>204</sup>

Výše fondového kapitálu je pro speciální fondy i fondy kvalifikovaných

---

<sup>197</sup> Čl. 9 odst. 1-2 AIFMD, § 29 ZISIF.

<sup>198</sup> § 481 odst. 1 písm. a) ZISIF. O osobě podle § 481 ZISIF bude pojednáno v článku 4.4.2 níže.

<sup>199</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>200</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>201</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>202</sup> Komentář ZISIF, s. 113-114.

<sup>203</sup> Komentář ZISIF, s. 111.

<sup>204</sup> Komentář ZISIF, s. 523.

investorů obecně stanovena na 1 250 000 eur (což je přibližně 33,9 mil. Kč<sup>205</sup>), avšak rozdílná je doba stanovená pro dosažení této hodnoty. Speciální fond je povinen naplnit požadavek hodnoty čistého majetku do 6 měsíců ode dne udělení povolení, doba pro fond kvalifikovaných investorů je prodloužena na 12 měsíců. NAV fondů kvalifikovaných investorů může být snížen v případě investic v hodnotě 90 % do účasti na obchodní společnosti na 1 000 000 eur (což je přibližně 27,1 mil. Kč<sup>206</sup>). Pokud by fondy nedosáhly hodnoty NAV v předepsané době, nevyhnou se notifikační povinnosti vůči ČNB. Následkem nedodržení zákonných požadavků může být nejen odnětí licence ČNB ale i zrušení fondu soudem.<sup>207</sup>

#### **3.5.4 Udržování vlastního kapitálu obhospodařovatele**

Obhospodařovatel je poté povinen udržovat výši vlastního kapitálu, jenž je stanoven jako jedna čtvrtina správních poplatků a odpisů dlouhodobého majetku, který nesmí být méně než je výše počátečního kapitálu.<sup>208</sup> Přesné vymezení složek kapitálu vymezuje vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech (**vyhláška o podrobnostech**).

Obecně jsou kapitálové požadavky pro investiční společnosti obhospodařující investiční fondy mnohem benevolentnější než např. u bank nebo obchodníků s cennými papíry. Ti jsou na základě evropských předpisů o obezřetnostním dohledu<sup>209</sup> povinni dodržovat podmínky kapitálové přiměřenosti, tzn. udržovat krytí vlastního kapitálu kvalitním Tier 1 kapitálem<sup>210</sup>, případně Tier 2 a Tier 3. V rámci regulace kapitálových rezerv je obhospodařovatelům alternativních fondů, kteří jsou oprávněni přesáhnout rozhodný limit, pouze stanovena povinnost umístit kapitál do likvidního majetku, jež nebude využíván na spekulativní pozice.<sup>211</sup> Pokud by měl obhospodařovatel alternativního fondu v úmyslu poskytovat investiční služby podle § 33 ZISIF, podlehne

---

<sup>205</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>206</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>207</sup> § 208, § 280-282 ZISIF.

<sup>208</sup> § 30 ZISIF.

<sup>209</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky (*Capital Requirements Directive, CRD IV*), a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky (*Capital Requirements Regulation, CRR*).

<sup>210</sup> Tier 1, Tier 2 a Tier 3 je označení pro kapitál tvořený rezervami podle podmínek kapitálové přiměřenosti.

<sup>211</sup> Komentář ZISIF, s. 116.

pravidlům stejné kapitálové přiměřenosti jako obchodník s cennými papíry.<sup>212</sup>

ZISIF myslí i na situaci, pokud obhospodařovatel, který obdržel licenci, neprovozoval svoji činnost celé předchozí účetní období jako obhospodařovatel investičního fondu, tzn., buď nevykonával činnost vůbec, vykonával činnost jako mimounijní obhospodařovatel či jako společnost podle § 15 ZISIF, případně šlo o nesamosprávný fond, který se má na základě povolení stát samosprávným fondem. V tomto případě obhospodařovatel poskytne budoucí obchodní plán včetně jeho předpokládaných správních nákladů a odpisů, u nichž se posoudí jejich relevance a stanoví se výše vlastního kapitálu pro kapitálové rezervy.<sup>213</sup>

### **3.5.5 *Dodatečný kapitál obhospodařovatele***

Obhospodařovatel nadlimitního alternativního fondu, samosprávného fondu i zahraničního fondu srovnatelného se samosprávným fondem jsou vždy povinni dodatečně navýšit vlastní kapitál o částku, která bude odpovídat možným rizikům spojeným s jejich profesní odpovědností. Podmínkou je, že tento dodatečný vlastní kapitál (*additional own funds*) obhospodařovatel (tak jako vlastní kapitál) investuje do likvidních aktiv nebo do aktiv, které je možné rychle směnit na peněžní prostředky. Dodatečný kapitál nesmí zahrnovat spekulativní investice<sup>214</sup>. Alternativou k dodatečnému kapitálu je sjednání pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou výkonem povolání.<sup>215</sup>

To neplatí pro podlimitní fondy kvalifikovaných investorů - ZISIF totiž tyto povinnosti stanoví pouze pro „obhospodařovatele oprávněného přesáhnout rozhodný limit“.<sup>216</sup>

### **3.5.6 *Kapitálové požadavky administrátora***

U administrátora se stanoví u obou povinností - počátečního kapitálu (*initial capital*) i vlastního kapitálu (*own funds*) – stejná výše 50 000 eur (přibližně 1,35 mil.

---

<sup>212</sup> § 33 odst. 1 písm. a) ZISIF.

<sup>213</sup> Komentář ZISIF, s. 116-117, § 30 odst. 2 ZISIF.

<sup>214</sup> § 32 odst. 2 ZISIF, čl. 8 AIFMD.

<sup>215</sup> § 31 odst. 5 b) ZISIF, čl. 9 odst. 7 AIFMD.

<sup>216</sup> ZISIF nestanovuje požadavek zvýšení kapitálu podle § 31 ZISIF a umístění kapitálu podle § 32 pro obhospodařovatele či samosprávný fond neoprávněné přesáhnout rozhodný limit (§ 29 odst. 3 ZISIF).

Kč<sup>217</sup>).<sup>218</sup>

### 3.6 Poskytování investičních služeb

Kromě nabízení možnosti kolektivního (společného) investování (*collective portfolio management*), mohou investiční společnosti (nikoliv však samosprávný fond) poskytovat nad rámec obhospodařování i některé investiční služby, které jsou typické pro obchodníky s cennými papíry (*non-core investment services*). Jde o činnosti podle § 11 odst. 1 písm. c) až f) ZISIF (**investiční služby**) (ZISIF používá pojem investiční služby pouze pro typové vymezení, protože se vymezení v § 11 liší od definice investičních služeb v § 4 odst. 3 ZPKT), zejména správa majetku, jehož součástí je investiční nástroj, na základě smluvního ujednání (*individuální portfolio management*). Tato služba je podle § 11 odst. 2 základní činností, jejíž povolení je nutné pro poskytování ostatních investičních služeb. Pokud tedy obhospodařovatel zamýšlí přijímat pokyny či provádět vedení evidence podílových listů či akcií akciové společnosti s proměnným kapitálem (*SICAV*), provádět jejich úschovu nebo poskytovat investiční poradenství, nevyhne se povinnosti splnit požadavky „*přiměřeně k rozsahu, složitosti a povaze jí[m] vykonávaných činností*“<sup>219</sup> jako obchodník s cennými papíry podle podmínek ZPKT. Ani po splnění těchto podmínek však není oprávněn investovat majetek klienta do jím obhospodařovaných fondů – tento zákaz stanovený z důvodu zamezení střetů zájmů lze prolomit pouze předchozím souhlasem klienta.<sup>220</sup>

V praxi se vedou diskuze o tom, zda je pro investiční společnost výhodnější usilovat o licenci obchodníka s cennými papíry nebo o obhospodařovatele fondu s povolením pro poskytování investičních služeb. Investiční společnost bude vždy v poskytování investičních služeb omezena do rozsahu možností obchodníka s cennými papíry, nebude oprávněna k funkci depozitáře či hlavního podpůrce. Obchodník s cennými papíry nikdy nebude oprávněn obhospodařovat investiční fond, nicméně ho bude moct obhospodařovat na základě pověření obhospodařovatele (*outsourcingu*). Nevýhodou obchodníka s cennými papíry jsou ale omezené možnosti výběru formy

---

<sup>217</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>218</sup> § 57 ZISIF.

<sup>219</sup> § 33 odst. 1 ZISIF.

<sup>220</sup> § 33 odst. 2 ZISIF.

pouze na akciovou společnost nebo společnost s ručením omezeným, na rozdíl od různých forem obhospodařovatelů alternativních fondů.<sup>221</sup> Myslím si, že bude proto vždy nutné přihlížet ke konkrétním okolnostem podnikání investiční společnosti a podle toho zvážit výběr konkrétního povolení. V určitých situacích, by se totiž skutečně mohlo stát, že bude v případě modifikace byznysu investiční společnosti a obchodníka s cennými papíry praktické usilovat právě o druhý typ licence.

U podlimitních obhospodařovatelů fungujících v národním režimu (bez povolení podle AIFMD) teorie po zvážení argumentů umožňuje nabízení investičních služeb, samozřejmě pouze za podmínek dodržení všech zákonných požadavků.<sup>222</sup>

## **4. PŘESHraniČNÍ OBHOSPODAŘOVÁNÍ**

### **4.1 Obhospodařování se zahraničnÍm prvkem**

Současné propojení investic na mezinárodních trzích samozřejmě počítá i s obhospodařováním alternativních fondů správci z jiných států či obhospodařováním zahraničnÍch fondů českými obhospodařovateli. Podmínky, za nichž je možné tyto činnosti provádět, jsou zakotveny v části desáté ZISIF. Tato možnost však logicky slouží pouze pro obhospodařovatele oprávněné přesáhnout rozhodný limit, tj. v režimu plné regulace podle AIFMD – s evropským pasem.

### **4.2 Obhospodařování na základě Evropského pasu**

Jak jsem již zmínila výše, Evropský pas neboli *jednotná evropská licence* je součástí licence vydané orgánem dohledu některého z členských států EU sloužící ke zjednodušení přeshraničnÍ činnosti obhospodařovatelům fondů podřízeným plné regulace podle AIFMD (tzn. obhospodařovatelům speciálním fondům, nadlimitním obhospodařovatelům fondů kvalifikovaných investorů, případně obhospodařovatelům fondů EuVECA a EuSEF). Na základě licence s Evropským pasem je obhospodařovatel fondu se sídlem na území státu, který mu licenci vydal, oprávněn vykonávat svojÍ činnost na území jiného členského státu bez nutnosti opakovaně procházet celým povolovacím řízením u orgánu dohledu v tomto členském státě. To se vztahuje nejen na povolení udělené ČNB českým obhospodařovatelům, ale i na unijní obhospodařovatele

---

<sup>221</sup> Komentář ZISIF, s. 45, § 6 a násl. ZPKT.

<sup>222</sup> Komentář ZISIF, s. 127.

nabízející unijní fondy v rámci EU - povolení obhospodařovatele, který disponuje Evropským pasem, tak musí být uznáno ve všech členských státech. Mimounijním subjektům zatím Evropský pas není zpřístupněn (více k problematice třetích států viz článek 4.4 níže).

Evropský pas má dvě složky. Za prvé jde o přeshraniční obhospodařování fondů v členských státech EU v souladu s podmínkami AIFMD, jak bylo uvedeno výše (tzv. *AIFMD Management Passport*), a za druhé o možnost přeshraničního nabízení investic do obhospodařovaných fondů v rámci celé EU včetně poskytování *non-core* investičních služeb v souladu s podmínkami AIFMD (tzv. *AIFMD Marketing Passport*).<sup>223</sup>

Evropská právní úprava členskými státy výslovně zakazuje, aby bránili obhospodařování fondů obhospodařovateli s Evropským pasem bez pobočky nebo mu stanovily jakékoli požadavky odlišné od požadavků pro domácí obhospodařovatele<sup>224</sup>. To ale neznamená, že obhospodařovatel k provozování činnosti (či už obhospodařování či nabízení investic) není povinen podniknout žádné kroky. ZISIF stanovuje povinnost notifikace ČNB, která je podle způsobu, který si pro obhospodařování zahraničního fondu v hostitelském státě zvolí, podřízena odlišným procesům – jejich náročnost se odvíjí od rozhodnutí obhospodařovatele, zda bude své služby poskytovat prostřednictvím (i) umístění pobočky v hostitelském státu nebo (ii) bez pobočky - aktivitou přímo ze svého domovského státu.

### **4.3 Možnosti přeshraničního obhospodařování**

#### **4.3.1 Obhospodařování unijního zahraničního fondu investiční společností**

Nejjednodušší způsob mezievropského nabízení samozřejmě nastává, pokud český obhospodařovatel s Evropským pasem hodlá obhospodařovat unijní fond v některém členském státě. Pro takovou činnost je obhospodařovatel povinen podstoupit pouze jednoduchý proces tzv. notifikace, po kterém je mu umožněno obhospodařovat unijní fond v příslušném členském státě (tzv. hostitelském státu)<sup>225</sup>.

Jak již bylo zmíněno, přeshraniční obhospodařování je možné bez pobočky nebo

---

<sup>223</sup> Důvodová zpráva, s. 66.

<sup>224</sup> Čl. 10 preambule AIFMD.

<sup>225</sup> Podle § 623 písm. d) ZISIF je „hostitelským státem obhospodařovatele“ jiný členský stát, ve kterém obhospodařovatel obhospodařuje zahraniční investiční fond.



s pobočkou. Pokud si obhospodařovatel zvolí možnost poskytovat své finanční služby v hostitelském státu bez umístění své pobočky<sup>226</sup>, je procedura notifikace značně zjednodušena. Obhospodařovatel je povinen písemně oznámit ČNB svůj úmysl obhospodařovat tento fond v jiném členském státu a uvést (i) členský stát, který bude hostitelským státem, (ii) plán obchodní činnosti včetně služeb, které bude poskytovat a (iii) informace podle typu zahraničního fondu, jež bude obhospodařován.<sup>227</sup> Po tomto sdělení je ČNB povinna předat tyto údaje nejpozději do 1 měsíce orgánu dohledu hostitelského státu (**hostitelský orgán dohledu**), včetně dalších informací týkajících se povolení obhospodařovatele, případně oprávnění poskytovat investiční služby<sup>228</sup> a systému odškodnění investorů.<sup>229</sup> Obhospodařovatel je oprávněn začít s prováděním své činnosti až poté, co mu ČNB sdělí, že údaje byly hostitelskému orgánu dohledu předány.<sup>230</sup> Tím se ale proces zcela nekončí - obhospodařovatel je povinen aktualizovat informace a notifikovat ČNB i hostitelský orgán dohledu o veškerých změnách minimálně 1 měsíc před tím, než nastanou, případně bez zbytečného odkladu po tom, co již nastaly (pokud k nim došlo nezávisle na vůli obhospodařovatele). Také ČNB je povinna hostitelský orgán dohledu informovat o veškerých změnách.<sup>231</sup>

Obhospodařování zahraničního fondu **prostřednictvím pobočky** přináší ztížení notifikačního procesu rozšířením podkladů pro ČNB. Kromě požadavků na určení (i) hostitelského státu, (ii) obchodní činnosti a investičních služeb<sup>232</sup> a (iii) informací k typu unijního fondu, musí obhospodařovatel doložit i (iv) veškeré informace týkající se pobočky, jako např. organizační uspořádání, adresu a identifikační údaje vedoucího pobočky.<sup>233</sup> ČNB má na sdělení hostitelskému orgánu dohledu lhůtu prodlouženou na 2 měsíce, avšak na rozdíl od fungování bez pobočky podle § 332 ZISIF má ČNB možnost zamítnout notifikaci žadatele a sdělit mu, že tyto informace hostitelskému orgánu

---

<sup>226</sup> § 322 ZISIF.

<sup>227</sup> Komentář ZISIF, s. 814-815, § 328, § 332 ZISIF.

<sup>228</sup> Podle § 11 odst. 1 písm. c) nebo d) ZISIF.

<sup>229</sup> Komentář ZISIF, s. 816.

<sup>230</sup> Zde je patrný rozdíl oproti obhospodařovateli standardních fondů a obhospodařovateli alternativních fondů v hostitelském státu. § 334 odst. 1 ZISIF stanoví, že obhospodařovateli standardních fondů vzniká oprávnění vykonávat činnosti i v případě marného uplynutí lhůty ČNB pro předání informací orgánu dohledu hostitelského státu. U alternativních fondů toto neplatí - pokud lhůta uplyne bez předání orgánu dohledu hostitelského státu, musí se obhospodařovatel bránit proti nečinnosti ČNB ve správním řízení a do jeho ukončení nesmí svou činnost v hostitelském státu vykonávat.

<sup>231</sup> § 335 odst 2-3 ZISIF.

<sup>232</sup> Podle § 11 odst. 1 písm. c)-f), § 11 odst. 6 písm. a) ZISIF.

<sup>233</sup> § 328 odst. 2 písm. e)-g) ZISIF.

dohledu nepostoupí. Toto může nastat pokud ČNB zjistí, že obhospodařovatel neplní povinnosti obhospodařovatele oprávněného přesáhnout rozhodný limit podle ZISIF nebo PN-AIFMD, nebo nelze očekávat, že je bude nadále plnit.<sup>234</sup> Podmínky vzniku oprávnění a ohlašování změn se v tomto případě uplatní obdobně, avšak opět s možností odmítnutí změny do 2 měsíců od notifikace.<sup>235</sup>

#### **4.3.2 Obhospodařování mimounijního zahraničního fondu investiční společnosti**

Obhospodařovateli fungujícím v režimu plné regulace AIFMD je za určitých podmínek umožněno obhospodařovat zahraniční mimounijní alternativní fondy i mimo členské státy EU, avšak musí se jednat o státy, se kterými ČNB uzavřela dohodu o spolupráci<sup>236</sup>. ČNB a orgán dohledu třetí země se musí dohodnout na způsobu výměny informací, aby byl zajištěn dohled nad daným subjektem v obou státech. To vychází zejména z úmyslu v co nejvyšší míře zamezit činnostem spojeným s legalizací trestné činnosti a financování terorismu<sup>237</sup>. Seznam těchto států vydává ČNB ve svém věstníku.

Podmínkou pro provozování této činnosti je kromě povinnosti dodržovat požadavky vyplývající z povolení podle ZISIF a PN-AIFMD také zákaz nabízet investice do těchto mimounijních fondů v členských státech. Na druhou stranu ZISIF pro takové obhospodařování vyjímá podmínky, jež se uplatňují právě pro nabízení v členských státech. Jejich výčet stanoví § 337 písm. a) ZISIF, a vztahují se k vyloučení některých ustanovení týkajících se depozitáře, zveřejňování výroční zprávy či zprávy auditora.<sup>238</sup>

#### **4.3.3 Obhospodařování unijních fondů unijním obhospodařovatelem v České republice**

Výše uvedená činnost zahraničních obhospodařovatelů alternativních fondů funguje samozřejmě i opačně. Unijní obhospodařovatel (se sídlem mimo Českou republiku) s povolením podle AIFMD může na základě Evropského pasu obhospodařovat unijní či mimounijní alternativní fondy v České republice. Je to ovšem

---

<sup>234</sup> § 329 odst. 6 ZISIF.

<sup>235</sup> § 331 odst. 4 ZISIF.

<sup>236</sup> Čl. 37 odst. 7 písm. d) AIFMD a čl. 113-115 PN-AIFMD. Aktuálně je v seznamu zemí, které uzavřely s ČNB dohodu o spolupráci 38 zemí (poslední aktualizace k 10. říjnu 2013).

<sup>237</sup> Komentář ZISIF, s. 823.

<sup>238</sup> Konkrétně se vylučují § 60 - 91, § 233 - 236 a § 290 – 292 ZISIF.

také podmíněno předáním podstatných informací o obhospodařování fondu ČNB domovským orgánem obhospodařovatele fondu. Způsob obhospodařování bez pobočky a s pobočkou se neliší od obhospodařování zahraničních fondů podle článku 4.3.1 výše, avšak zahraniční obhospodařovatel oznamuje pouze část informací<sup>239</sup> a lhůta pro jejich předání je stanovena na 1 měsíc.<sup>240</sup>

V budoucnu se očekává rozšíření tohoto systému i pro mimounijní obhospodařovatele s výsledným režimem plné regulace AIFMD pro všechny mimounijní obhospodařovatele, jak je popsáno v článku 4.4 níže.

#### **4.4 Mimounijní obhospodařovatel**

##### **4.4.1 Transpozice podmínek pro mimounijní správce z AIFMD**

Výrazně odlišné podmínky jsou nastaveny pro obhospodařování (a nabízení investic, o kterém pojednávám v článku 5.2 níže) alternativních fondů obhospodařovateli, kteří mají své sídlo mimo členské státy EU (**mimounijní obhospodařovatelé**). Evropská právní úprava totiž prozatím pro tyto obhospodařovatele neumožnila možnost *opt-inu* do plné regulace AIFMD a tedy ani využívání evropského pasu. Podle článků 36 a 42 AIFMD může mimounijní obhospodařovatel obhospodařovat nebo nabízet investice do alternativních fondů na území EU výlučně za podmínek obdržení povolení mimounijního obhospodařovatele od orgánu dohledu některého z členských států.

Tento systém regulace mimounijních obhospodařovatelů je však jen dočasný. Podle plánu evropského zákonodárce by se měl v budoucnu „aktivovat“ režim pro mimounijní obhospodařovatele, který jim umožní využívání Evropského pasu.<sup>241</sup> Pro tento účel vydal orgán ESMA v souladu s podmínkami článku 67 odst. 6 a 68 odst. 6 AIFMD stanovisko k možnostem udělení evropského pasu<sup>242</sup> mimounijním obhospodařovatelům. V tomto stanovisku se ESMA zabývá analýzou některých mimoevropských států<sup>243</sup> a jejich spolupráce po aktivaci režimu evropského pasu pro

<sup>239</sup> Informace podle čl. 33 odst. 2, případně čl. 41 odst. 2 AIFMD.

<sup>240</sup> § 342 ZISIF.

<sup>241</sup> Mikula, Ondřej. *Přeshraniční nabízení alternativních investičních fondů: Co platí dnes a co nás čeká?* Patria Online, 5. února 2014.

<sup>242</sup> Stanovisko k fungování evropského pasu pro mimounijní obhospodařovatele (*ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*), ESMA, 30. července 2015.

<sup>243</sup> Jedná se o státy Guernsey, Hong Kong, Jersey, Švýcarsko, Singapur a Spojené státy.

obhospodařovatele z těchto států. ESMA by měla poskytnout další stanovisko ke státům, jež nebyly zahrnuty v posledním stanovisku, a poskytnout tak evropským orgánům<sup>244</sup> dostatečné informace pro další kroky. Po předložení tohoto stanoviska Komisi, Parlamentu a Radě, vydá Evropská komise předpis, kterým by mělo být stanoveno datum, od kterého se aktivuje přechodné období nabízející možnost *opt-inu* pod regulaci AIFMD i pro mimounijní správce, jež bude fungovat souběžně s možností režimu národního. Evropská komise poté určí také datum konce této souběžné doby, po jejímž uplynutí bude možnost výběru národního režimu zastavena. Výsledkem by měla být povinnost každého mimounijního obhospodařovatele fungovat v režimu plné regulace AIFMD s Evropským pasem.

#### **4.4.2 Zahraniční osoba podle § 481 ZISIF**

Jako přípravu na aktivaci režimu plné regulace podle AIFMD pro mimounijní obhospodařovatele zakotvila česká právní úprava obecné podmínky pro mimounijní správce v ustanovení § 10 ZISIF, podle kterého může mimounijní obhospodařovatel od ČNB získat povolení k obhospodařování podle § 481 ZISIF. Po udělení tohoto povolení by se měl mimounijní obhospodařovatel dostat na úroveň českého obhospodařovatele – investiční společnosti. Až do vydání příslušných evropských předpisů je ale prozatím aplikace § 481 ZISIF vyloučena v § 661 ZISIF, stejně tak jako jakékoli podmínky zmíněné v ZISIF pro obhospodařovatele s povolením podle § 481 ZISIF. Jak bylo uvedeno v článku 4.4.1 výše, až do vydání prováděcího předpisu Evropskou komisí není možné fungování mimounijních obhospodařovatelů v tomto režimu. ČNB sice může vydat povolení podle § 481 ZISIF, to však do Komisi určeného data nenabude účinnost.

Podmínky, které § 481 ZISIF pro budoucí úpravu stanoví, je zejména faktická rovnost mezi českým a mimounijním obhospodařovatelem (který obdrží povolení podle § 481 ZISIF). Rovnost těchto subjektů je k nalezení v různých částech zákona, uvádějící „*investiční společnost a zahraniční osoba s povolením podle § 481*“<sup>245</sup>. Této osobě bude po udělení povolení umožněno obhospodařovat a nabízet unijní fondy podle podmínek pro investiční společnost. Obhospodařování mimounijních fondů se však bude i nadále řídit povolením orgánu dohledu podle sídla mimounijního obhospodařovatele. Tím je zdůrazněna skutečnost, že povolení ČNB podle § 481 ZISIF činnost obhospodařovatele

<sup>244</sup> Evropský parlament, Evropská rada a Evropská komise.

<sup>245</sup> Např. § 11 odst. 1 ZISIF.

pouze doplňuje o možnost obhospodařovat i unijní fondy, nenahrazuje však povolení od domovského orgánu dohledu třetího státu. Jedním z předpokladů udělení povolení totiž zůstává předložit ČNB potvrzení o povolení ke srovnatelné činnosti orgánem dohledu domovského státu.<sup>246</sup>

Základním předpokladem pro obdržení povolení zahraničního obhospodařovatele bude volba České republiky jako tzv. *referenčního státu*. Ten se bude určovat podle pravidel vytýčených v § 493 ZISIF<sup>247</sup>, jež stanoví, že referenčním státem by měl být členský stát, ve kterém mimounijní obhospodařovatel obhospodařuje nejvíc fondů, nebo je v něm nevyšší hodnota majetku. Počítá se i s možností více referenčních států, jejichž orgány dohledu spolu rozhodnou o určení právě jednoho.<sup>248</sup> Pokud by se změnilы důvody, pro které byla jako referenční stát vybrána Česká republika, určí se v souladu s § 494 až § 499 nový referenční stát. U podmínek podle § 481 je důležité mimo jiné zmínit povinnost žadatele ustanovit si pro jednání právního zástupce (*legal representative*), jenž bude usazen v referenčním státu. Ten totiž pro obhospodařovatele „plní funkci kontaktního místa v EU“<sup>249</sup>. Pokud by žadatel v řízení o udělení povolení podle § 481 ZISIF některou z podmínek nesplnil, ČNB bude oprávněna jeho žádosti nevyhovět, naopak po splnění podmínek bude mít obhospodařovatel na povolení právní nárok.<sup>250</sup>

## 5. NABÍZENÍ INVESTIC DO ALTERNATIVNÍCH FONDŮ

### 5.1 Pravidla pro nabízení v České republice

#### 5.1.1 Způsoby nabízení

Mezi základní činnosti vztahující se k provádění kolektivního investování patří nepochybně zajištění přísunu dostatečného množství kapitálu k jeho zhodnocení. Tento kapitál je v rámci činnosti obhospodařovatele nebo administrátora (případně další pověřené osoby) shromažďován od investorů nabízením investic do příslušného fondu, tj. možností stát se „*podílníkem, obmyšleným, zakladatelem, společníkem nebo tichým společníkem* [nebo] *osobou, která zvyšuje majetek tohoto fondu smlouvou*“, nebo nabýt

<sup>246</sup> Komentář ZISIF, s. 40.

<sup>247</sup> § 493 ZISIF je transpozicí čl. 37 odst. 4 AIFMD.

<sup>248</sup> § 494 ZISIF.

<sup>249</sup> Komentář ZISIF, s. 1148.

<sup>250</sup> Beran, J., Doležalová, D., Strnadel, D., Štěpánová, A. *Zákon o platebním styku. Komentář*. Praha: C. H. Beck, ISBN 978-80-7400-369-1, 2011, s. 92.

podílové listy či srovnatelné cenné papíry vydané podle práva jiného státu nebo účastnické cenné papíry.<sup>251</sup> Tyto možnosti vymezuje ZISIF v části deváté, která obsahuje pravidla pro všechny eventuality, jak se může osoba stát investorem.<sup>252</sup>

Konkrétní pravidla nabízení se liší podle různých aspektů regulace, které lze rozdělit podle (i) cílové skupiny oslovovaných osob (nabízení široké veřejnosti nebo pouze okruhu osob kvalifikovaných či profesionálních investorů) a (ii) formy nabízení (neadresné nabízení, tj. veřejně, a adresné nabízení, tj. formou *private placement*<sup>253</sup>). Mimo tyto kategorie stojí investice z podnětu investora (*reverse solicitation* nebo *reverse enquiry*)<sup>254</sup>, která však pro samostatné rozhodnutí bez nabídky směřující od obhospodařovatele (či jiné osoby oprávněné nabízet investice) nenaplnuje znaky nabízení investic, a stojí tak mimo podmínky části deváté ZISIF.<sup>255</sup>

### 5.1.2 Nabízení investic „veřejnosti“

Jak již bylo uvedeno výše, samotné rozdělení druhů investičních fondů podle ZISIF vyplývá z typologie investorů, od kterých lze shromažďovat prostředky pro kolektivní investování, tzn. kterým osobám mohou být v souladu s podmínkami ZISIF investice do konkrétního fondu nabízeny. Pro vymezení cílové skupiny investorů vhodných pro ten který fond ZISIF v § 93 a § 94 stanovuje, že fondy kolektivního investování (u alternativních tedy speciální fondy) jsou oprávněny shromažďovat prostředky od veřejnosti a fondy kvalifikovaných investorů zase od kvalifikovaných investorů. Na rozdíl od výčtu osob, které mohou být pro účely nabízení podle ZISIF<sup>256</sup> „kvalifikovanými investory“, při vymezení „veřejnosti“ narážíme na problematický prvek české regulace – i když ZISIF ve svých ustanoveních s pojmem „veřejnost“<sup>257</sup> často nakládá, ZISIF ani jiný předpis českého právního řádu tento pojem obecně

---

<sup>251</sup> § 294 odst. 1 ZISIF.

<sup>252</sup> Komentář ZISIF, s. 675.

<sup>253</sup> § 295a odst. 2 ZISIF.

<sup>254</sup> § 295 ZISIF.

<sup>255</sup> Komentář ZISIF, s. 674.

<sup>256</sup> Pojem „kvalifikovaný investor“ nalezneme i v ZPKT v souvislosti s vynětím z povinnosti vydat prospekt k veřejné nabídce. Definice kvalifikovaného investora podle ZPKT však pramení ze směrnice Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a neodpovídá definici kvalifikovaného investora v ZISIF, nýbrž profesionálního investora podle ZPKT.

<sup>257</sup> Např. § 93 odst. 1 ZISIF.

nedefinují.<sup>258</sup>

Určítým - byť právně nezávazným - vodítkem k definici „veřejnosti“ je opakovaně aktualizované stanovisko ČNB k vymezení tohoto pojmu v odpovědi na kvalifikovaný dotaz „co je veřejnost“<sup>259</sup>. ČNB uvádí, že k určení, zda jde nebo nejde o nabízení veřejnosti, je nutné přihlížet k podmínkám veřejné nabídky podle ZPKT, který definuje veřejnou nabídku jako „*jakékoli sdělení širšímu okruhu osob*“<sup>260</sup>. Kromě toho je podle názoru regulátora nutné posoudit aspekty nabízení podle kritérií, zda (i) jde o malý okruh oslovených (nepřesahujících cca 10 osob), (ii) chybí jasná vazba mezi nabízejícím a oslovenými, a (iii) investice nejsou nabízeny výhradně kvalifikovaným investorům. Pod pojmem „úzká vazba“ je možné si představit např. rodinný či přátelský vztah, podnikatelskou spolupráci, osobní důvěru mezi nabízejícím a oslovenými či vztahy mezi členy koncernu.<sup>261</sup> Nikdy však nesmí jít o vazbu vytvořenou výhradně za účelem kolektivního investování či při běžném vztahu mezi obchodníkem a zákazníkem. Pokud je vazba mezi nabízejícím a oslovovaným volná, tj. úzké vztahy chybějí, má se za to, že jde o nabízení veřejnosti. Naopak, pokud nabízející oslovuje pouze úzkou skupinu osob, nemůže jít o nabízení veřejnosti.<sup>262</sup> Toto však neplatí bez výjimky - se zvyšujícím se počtem investorů se tato vazba stává irelevantní a o nabízení veřejnosti půjde vždy, pokud počet investorů přesáhne 150 osob (bez účasti kvalifikovaných investorů).<sup>263</sup>

Ostatní investiční fondy, tj. fondy kvalifikovaných investorů, srovnatelné zahraniční fondy<sup>264</sup> či obdobné entity (např. osoby podle § 15 ZISIF), které nesplní zákonné podmínky na to, aby mohly investice nabízet veřejnosti, nebo jim není uděleno příslušné povolení<sup>265</sup>, mohou nabízet možnost investice pouze určité skupině osob (kvalifikovaných nebo profesionálním investorům) podle podmínek stanovených

---

<sup>258</sup> ZPKT užívá v § 34 pojmu „veřejné nabídky“, která se vztahuje na povinnost vydat prospekt. Teorie někdy vykládá pojem *nabízení veřejně* s pojmem *veřejná nabídka* podle ZPKT, kterým je „*jakékoli sdělení širšímu okruhu osob*“.

<sup>259</sup> ČNB. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013.

<sup>260</sup> § 34 ZPKT.

<sup>261</sup> Pojem „úzká vazba“ je pouze označení použité pro účely vymezení vztahu mezi nabízejícím a investorem, nejedná se o pojem odpovídající definici v čl. 2 odst. 1 písm. i) směrnice UCITS.

<sup>262</sup> ČNB. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013, čl. IV.

<sup>263</sup> Ibid.

<sup>264</sup> Zahraniční fondy, jimž byla ČNB uznána srovnatelnost s fondy kvalifikovaných investorů nebo speciálními fondy v souladu s § 626 ZISIF.

<sup>265</sup> Právní řád obecně povoluje veřejné nabízení pouze za splnění určitých podmínek a jen určitým entitám. To znamená, že pokud právní řád pro některý typy investorů tuto možnost neupraví, nelze se odvolávat na zásadu „co není zakázáno, je povoleno“. Komentář ZISIF, s. 682.

zákonem.

### 5.1.3 *Kvalifikovaný vs. profesionální investor*

Pravidla pro nabízení investorům, kteří nejsou veřejností, pramení přímo z úpravy AIFMD, které však implementace do ZISIF zcela neodpovídá. AIFMD totiž při stanovení povinností pro alternativní fondy rozděluje investory na „profesionální“, jimiž jsou osoby uvedené v příloze II MIFID (jež byla transponována výčtem profesionálních zákazníků v § 2a a § 2b ZPKT), a „neprofesionální“, jimiž jsou všichni, kteří nejsou profesionálními investory (tj. laická veřejnost - retail). Je velmi podstatné upozornit na to, že pojem „profesionální investor“ podle AIFMD neodpovídá pojmu „kvalifikovaný investor“ podle ZISIF, i když je často za tento pojem nesprávně zaměňován. AIFMD totiž stanovila striktnější podmínky pouze pro profesionální investory a stanovila členským státům možnost diskrece při úpravě nabízení investic alternativních fondů neprofesionálním investorům.<sup>266</sup> To český zákonodárce upravil jak pro nabízení veřejnosti v případě investic do speciálních fondů, tak pro určité typy kvalifikovaných investorů<sup>267</sup>.

Na rozdíl od nejasného pojmu „veřejnost“ ZISIF jasným výčtem stanovuje osoby, které mohou být kvalifikovanými investory<sup>268</sup>. Každá taková osoba by měla být dostatečným profesionálem, aby byl zajištěn rovný vztah mezi ní jakožto investorem a obhospodařovatelem fondu. Domnívám se, že účelem zákonodárce je zajistit takovou úroveň kvalifikace těchto osob, která by zajistila rovnost jejich postavení ve vztahu k fondu. „Kvalifikovanost“ by tak měla spočívat ve znalostech o fungování investičního trhu a schopnosti posoudit následky rizik při investici do fondů kvalifikovaných investorů.

Kdo jsou kvalifikovaní investoři stanoví § 272 odst. 1 ZISIF. Jsou jimi:

- (a) profesionální zákazníci podle § 2a odst. 1 a 2 ZPKT,
- (b) další osoby považované za profesionálního zákazníka podle ZPKT (§ 2b ZPKT),
- (c) obhospodařovatel investičního fondu či srovnatelná osoba, pokud investuje na účet fondu,
- (d) penzijní společnost, pokud investuje na účet fondu,

---

<sup>266</sup> Čl. 43 AIFMD.

<sup>267</sup> § 272 odst. 1 písm. h) a i) ZISIF.

<sup>268</sup> § 272 ZISIF.



- (e) právnická osoba podřízená orgánu státní správy
- (f) osoba, která je podílníkem, zakladatelem nebo společníkem jiného fondu, který má stejného obhospodařovatele a administrátora jako fond, do kterého investuje, investuje minimálně 125 000 eur (přibližně 3,38 mil. Kč<sup>269</sup>) a učiní prohlášení kvalifikovaného investora<sup>270</sup>, a
- (g) osoba, která investuje minimálně 125 000 eur (přibližně 3,38 mil. Kč<sup>271</sup>) a učiní prohlášení kvalifikovaného investora.

Podle poslední uvedené možnosti lze dovodit, že kvalifikovaným investorem pro účely nabízení investic podle ZISIF může být za určitých okolností i osoba, která by běžně spadala do kategorie „neprofesionálních“ (tj. retailových) investorů. Lze tak připustit případy, kdy je osobě, která je považována za retailového investora, umožněno vystupovat v pozici kvalifikovaného investora. Jak určuje § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF, tato osoba však musí vykazovat znaky kvalifikovanosti, tj. mít zkušenost s investováním do investičních nástrojů, dostatečné zkušenosti potřebné pro posouzení rizik takové investice a být si vědoma všech rizik, která pro ni z investice do fondu kvalifikovaných investorů vyplývají. Další důležitou podmínkou je písemné prohlášení, že se tato osoba považuje za kvalifikovaného investora a způsobilost prohlašujícího investovat alespoň 125 000 eur (přibližně 3,38 mil. Kč<sup>272</sup>).<sup>273</sup> To by mělo podle českého zákonodárce tuto osobu dostatečně odlišit od ostatních „nekvalifikovaných“ retailových investorů. Nicméně osoba nabízející investice (obhospodařovatel či samosprávný fond) je vždy povinna splnění těchto požadavků a předkládajících informací řádně ověřit.<sup>274</sup>

Úprava fondů kvalifikovaných investorů, kteří nespádají pod definici profesionálních investorů, je využití diskrece České republiky podle článku 43 AIFMD. Ten totiž stanoví, že si mohou členské státy sami upravit nabízení investic do alternativních fondů neprofesionálním investorům. Proto pro tyto neprofesionály stanovil ZISIF právě podmínku vědomostí v dané oblasti, limitu minimální investice a

<sup>269</sup> Přepočet měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>270</sup> Prohlášení kvalifikovaného investora je dokument, na základě kterého investor prohlásí, že má dostatečné znalosti a zkušenosti s investováním a že je si vědom rizik spojených s investováním do fondu kvalifikovaných investorů.

<sup>271</sup> Přepočet měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>272</sup> Přepočet měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>273</sup> Současné znění návrhu Druhé novely ZISIF počítá s snížením hodnoty investice na 1 mil. Kč. Více viz článek 8.2.3 níže.

<sup>274</sup> ČNB. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013.

písemného prohlášení.<sup>275</sup>

#### 5.1.4 Veřejné a neveřejné nabízení investic

Jak již bylo uvedeno v článku 5.1.1 výše, z pohledu formy nabízení lze nabízet investice veřejně (neadresným způsobem) a neveřejně (adresným způsobem). Avšak tak jako pojem „veřejnost“, ani pojem „nabízení veřejně“ či „nabízení neveřejně“ nemají v ZISIF či jiném předpisu umožňujícím analogickou interpretaci svou jasnou definici.

K oddělení těchto pojmů je nutné se opět vrátit k výše uvedenému stanovisku ČNB k pojmu „veřejnost“. Z odkazů na veřejnou nabídku podle ZPKT a kritérií k určení veřejnosti lze dovodit, že ČNB vymezuje veřejné nabízení tehdy, pokud jde o nabízení všem typům investorů, tj. včetně kvalifikovaných i retailových. Tento výklad je však problematický ve vztahu s užíváním pojmu „nabízení veřejně“ v různých částech ZISIF. Ten totiž s tímto pojmem nakládá ve smyslu „*nabízení (také) retailovým investorům*“, tzn. jako situaci, kdy „*investici mohou i retailoví investoři skutečně nabýt*“<sup>276</sup>. § 296 ZISIF však jasně stanovuje, že i fondy kvalifikovaných investorů mohou nabízet investice veřejně.<sup>277</sup> Každé propagační sdělení nicméně musí obsahovat upozornění, že nabídka takového fondu je určena výhradně kvalifikovaným investorům. To však v souladu s výše uvedeným postrádá smyslu, protože pokud nabízení veřejně podle definice ČNB zahrnuje i retailové investory, byly by jim nabízeny investice, které vlastně nemohou nabýt. Z toho závěrem plyne, že zákonodárce měl při přijímání § 296 ZISIF na mysli spíše „otevřený způsob propagace“ (v rámci reklamy, na internetových stránkách či v rámci prospektu, tzn. jakýmkoli veřejným způsobem) než široký okruh osob zahrnující retailové investory.<sup>278</sup>

Při výkladu dvou typů nabízení ZISIF *a contrario* k veřejnému nabízení upravuje nabízení neveřejné, tzv. *private placement*, který byl do českého právního řádu zaveden až novelou ZISIF z roku 2014<sup>279</sup>. Před touto novelou, i za platnosti ZKI, podléhalo pravidlům v zákoně pouze veřejné nabízení a *private placement* stál mimo

<sup>275</sup> Čl. 43 AIFMD ve spojení s § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF.

<sup>276</sup> Komentář ZISIF, s. 688.

<sup>277</sup> Toto ustanovení je oproti předchozí úpravě novinkou – podle ZKI byly fondy kvalifikovaných investorů oprávněny pouze uveřejnit „propagační upoutávku“ (formou tzv. *tombstone*), a to po dobu jednoho roku od udělení povolení. Za žádných okolností nemohla být nabídka veřejnosti zveřejněna.

<sup>278</sup> Komentář ZISIF, s. 689.

<sup>279</sup> ZISIF byl novelizován zákonem č. 336/2014 Sb., s účinností od 1. ledna 2015.

jakoukoli regulaci.<sup>280</sup> Z tohoto důvodu pak v praxi docházelo k častým problémům s vymezením hranice mezi neregulovaným *private placement* a regulovaným veřejným nabízením. Jako jediné vodítko opět sloužil výše zmíněný výklad ČNB<sup>281</sup>.

Definici neveřejného nabízení ZISIF tedy ani dnes neposkytuje, pouze jej označuje termínem nabízení *jinak než veřejně*<sup>282</sup>. Na základě známosti tohoto institutu z právních řádů jiných států však lze dovodit, že *private placement* je způsob adresního nabízení investic, tj. kdy nabízející oslovuje s nabídkou k investici konkrétní osoby. To znamená, že na rozdíl od nabízení „veřejně“, kdy je investice nabízena předem neurčitému počtu osob, případně širší skupině předem neurčitých osob, oferent přímo oslovuje jednotlivé osoby, o nichž se domnívá, že by mohly mít zájem jeho nabídku přijmout. Primárně jsou tímto způsobem oslovováni institucionální investoři, pro které na rozdíl od retailu regulace nevyžaduje vysokou míru ochrany. Logicky je tak *private placement* regulován v nižší míře než nabízení neadresným způsobem.<sup>283</sup> Tento způsob se hojně využívá v zahraničí, a to právě pro nabízení do alternativních fondů s distribucí rizikových investic, pokud tyto fondy nedisponují povolením k veřejnému nabízení retailovým investorům (např. *hedge* fondy nebo *private equity* fondy).

Ustanovení § 295a odst. 2 ZISIF, jež neveřejné nabízení upravuje, doplňuje ustanovení o nabízení veřejně v § 295a odst. 1 ZISIF. To stanovuje oprávnění nabízet investice po splnění zákonných povinností veřejně. Druhý odstavec určuje, že nabízet v režimu *private placement* retailovým investorům lze pouze v případě, je-li možné tyto investice nabízet veřejně. Z toho vyplývá, že pro neveřejné nabízení retailovým investorům musí být fond k této aktivitě oprávněn v souladu s podmínkou podle § 295a odst. 1 ZISIF, tzn. musí splnit veškeré zákonné požadavky pro veřejné nabízení (např. být zapsán v příslušném seznamu). Lze dovodit, že v množině alternativních fondů tak může činit pouze řádně licencovaný speciální fond. Výjimku z tohoto pravidla stanovuje několik posledních slov tohoto ustanovení - ty totiž umožňují nabízet investice v režimu *private placement* retailovým investorům i do fondů kvalifikovaných investorů (přestože tyto fondy nejsou oprávněny investice retailu veřejně nabízet), avšak

---

<sup>280</sup> Mikula, Ondřej. *Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. Díl*. Patria Online, 16. října 2013.

<sup>281</sup> Viz článek 5.1.2 výše.

<sup>282</sup> § 295a odst. 2 ZISIF.

<sup>283</sup> Mikula, Ondřej. *Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. Díl*. Patria Online, 16. října 2013.

výhradně za splnění podmínek, že počet těchto investorů nepřekročí 20 osob<sup>284</sup>. Je nutné neopomenout fakt, že se pravidla v § 295a odst. 2 ZISIF vztahují pouze na speciální fondy a nadlimitní fondy kvalifikovaných investorů. *Private placement* podle ZISIF je totiž transpozicí pravidel podle AIFMD, které se vztahují výhradně na alternativní fondy v plné regulaci. Tyto podmínky se tak nevztahují na *private placement* podlimitních fondů, který zůstává i nadále neregulován.

### 5.1.5 Investice z podnětu investora

Poslední možností pro shromáždování prostředků je výjimka, kterou ZISIF stanoví v § 295. Jedná se o situaci, kdy investor sám bez jakékoli nabídky projeví o investici do investičního fondu zájem (tzv. *reverse solicitation* nebo *reverse enquiry*). Z logiky regulace plyne, že veškerá regulace při nabízení investic se má vztahovat pouze na situace, kdy iniciativa k investování přichází od investičního fondu (obhospodařovatele, administrátora či jiné oprávněné osoby), nikoli od investora samotného.<sup>285</sup> Tato možnost investic je však v praxi problematická, jelikož je ne vždy jednoznačné, zda v té které situaci šlo o podnět investora nebo pouze reakci na podnět nabízející osoby. Podnět obhospodařovatele či obdobné osoby by totiž mohl být považován za nabízení, ke kterému se vztahují regulatorní požadavky. K rozlišení situace, kdy došlo k vlastnímu podnětu investora, ZISIF v současném znění také nedává žádné vodítko.

Nicméně, i zde teorie i český regulátor<sup>286</sup> poskytují několik pravidel, která mohou toto vymezení usnadnit. Za prvé je důležitá forma, jakou se potenciální investor o možnosti investovat vlastně dozvěděl. Má se za to, že nabízení je jakékoli sdělení investičního fondu, které obsahuje dostatek informací k tomu, aby investor učinil rozhodnutí investovat. Např. článek v novinách, jenž bude vyjádřením názoru osoby vedoucí obhospodařovatele fondu, nebude nabízením investic, propagace tzv. *performance* příslušného fondu a informace o možnostech investování do tohoto fondu už nabízením budou. Nabízení investic totiž není vymezeno pouze znaky oferty (jak jej

<sup>284</sup> Číslo 20 určující počet investorů není transpozicí evropského práva ale pouze rozhodnutím českého zákonodárce. Důvodová zpráva neurčuje, proč bylo rozhodnuto o tomto počtu, rozhodně to nevyplývá z úpravy veřejné nabídky dle ZPKT, která nakládá se 150 investory (původně se 100). V souladu s komentářem k veřejné nabídce (Husták a kol. z roku 2012) jde o 20 oslovených osob, nikoli 20 osob, kteří již uskutečnili investici.

<sup>285</sup> Komentář ZISIF, s. 677.

<sup>286</sup> ČNB. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013.

vymezuje soukromé právo), ale mohou jím být i jiná sdělení způsobující stejný následek. Na to navazuje místo, kde se investor o investicích dozvěděl. Pokud se o této možnosti dozví např. zahraniční osoba (ve státě, kde není alternativní fond oprávněn nabízet investice) prostřednictvím českých webových stránek, je nutné zkoumat pouze to, zda a kým bylo jakékoli sdělení o této webové stránce v tomto státě zveřejněno.<sup>287</sup> Případně, pokud by byly tyto investice nabízeny v České republice a dozví se o nich cizinec (ze státu, ve kterém alternativní fond není oprávněn investice nabízet) projíždějící Českou republikou, opět se nebude jednat o nabízení investic ale o vlastní podnět investora. Teoreticky se do této skupiny může řadit i případ, kdy investice nenabízí přímo investiční fond, ale třetí osoba, tzv. distributor, avšak pouze za situace, kdy o tomto nabízení nebyl obhospodařovatel či administrátor nabízeného fondu informován. Pokud by tímto způsobem distributor nabízel investice nepovoleným subjektům, měl by distributor odpovídat za porušení sám.<sup>288</sup>

Aby byly v případě *reverse solicitation* nebo *reverse enquiry* investiční fondy chráněny, předpokládám, že pro prokázání vlastního podnětu investora postačí písemné prohlášení investora, že nabídka byla učiněna z jeho iniciativy, případně zdokumentovaná komunikace s investorem. Nemělo by jít o generální ustanovení vložené do smlouvy či obchodních podmínek ale samostatné písemné prohlášení konkrétní osoby. To by odpovídalo i názoru britského regulátora FCA (*Financial Conduct Authority*)<sup>289</sup>, který uvedl, že se na toto prohlášení mohou obhospodařovatelé investičních fondů spolehnout, avšak neměl by být patrný cíl obcházení regulatorních požadavků AIFMD.<sup>290</sup> Při určování, zda se jedná o nabízení fondu nebo podnět investora, by se tak mělo přihlížet k celkovému byznysu obhospodařovatele v širším spektru jeho činnosti, zázemí investora a jednotlivým okolnostem konkrétního případu.

### **5.1.6 Nabízení do podfondů alternativních fondů**

K výše uvedeným podmínkám lze dodat, že veškerá tato pravidla pro nabízení investic do alternativních fondů se obdobně vztahují na jejich podfondy (v případě

---

<sup>287</sup> Komentář ZISIF, s. 679.

<sup>288</sup> Komentář ZISIF, s. 680.

<sup>289</sup> Financial Conduct Authority je finanční orgán dohledu ve Velké Británii. Více o úřadu zde [www.fca.org.uk/](http://www.fca.org.uk/).

<sup>290</sup> Mikula, Ondřej. Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. Díl. Patria Online, 16. října 2013.

české akciové společnosti s proměnným kapitálem) či jiné obdobné části zahraničních fondů (bez ohledu na jejich označení nebo právní formu).<sup>291</sup> Problematické může být nabízení alternativního fondu bez Evropského pasu mimo Českou republiku, kde bude pro naplnění účelu regulace nevyhnutelné projít notifikačním řízením u relevantního orgánu dohledu pro každý podfond, případně společně pro podfondy jednoho fondu.<sup>292</sup>

### **5.1.7 Výjimky v nabízení pro fondy EuVECA, EuSEF a ELTIF**

Ne všechny typy alternativních fondů však podléhají stejné úpravě požadavků při nabízení investic. Fondy EuVECA, EuSEF a ELTIF jsou zvláštní typy alternativních fondů, které byly vlastně vytvořeny jako koncept na evropské úrovni (nikoli jako ostatní typy alternativních fondů, jež byly na evropské úrovni pouze regulovány) a vykazují proto odlišné znaky, jež jsou promítnuty i do možností nabízení investic.

Jak již bylo vymezeno v článku 2.3.4 výše, EuVECA a EuSEF jsou podlimitní fondy registrované v domovském státu a vyňaté z plné regulace AIFMD<sup>293</sup>. Podmínky pro jejich fungování jim umožňují *opt-in* pod plnou regulaci AIFMD nebo možnost fungovat v rámci zvláštním režimu nařízení EuVECA a EuSEF. Pokud si zvolí režim nařízení, mohou na rozdíl od ostatních podlimitních fondů v národní úpravě využívat Evropský pas. To však s sebou nese přísnější úpravu nabízení investic – do fondů EuVECA a EuSEF mohou investovat pouze profesionální investoři ve smyslu MIFID (nikoli kvalifikovaní investoři)<sup>294</sup>. Výjimku tvoří investor, který prohlásí svoji profesionalitu (zkušenosti v oblasti investování a znalost souvisejících rizik) a investuje alespoň 100 000 eur (přibližně 2,7 mil. Kč)<sup>295</sup>. Tím je určena širší množina investorů než stanoví AIFMD, takže podmínky pro zbylé investory zůstávají v diskreci členských států.<sup>296</sup>

Odlišně bude fungovat nabízení do fondů ELTIF. Nařízení ELTIF od prosince 2015 výslovně povoluje nabízení investic profesionálním i neprofesionálním investorům<sup>297</sup>, avšak pro zajištění dostatečné ochrany retailových investorů bude obhospodařovatel fondu ELTIF povinen při nabízení retailu splnit požadavky obdobně

---

<sup>291</sup> § 294 odst. 2 ZISIF.

<sup>292</sup> Komentář ZISIF, s. 676.

<sup>293</sup> Čl. 3 odst. 2 písm. b) AIFMD.

<sup>294</sup> Podle § 2a a § 2b ZPKT.

<sup>295</sup> Přepočet měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

<sup>296</sup> Komentář ZISIF, s. 694-695.

<sup>297</sup> Čl. 10 preambule Nařízení ELTIF.

jako u standardních fondů. Půjde například o povinnost podle čl. 26 nařízení ELTIF, jejíž inspirací byl čl. 92 směrnice UCITS. Obhospodařovatel fondu ELTIF je povinen zajistit tzv. *zařízení pro investory*, jež bude sloužit pro upisování podílových jednotek nebo akcií, provádění plateb investorům, odkupy podílových jednotek či akcií a zpřístupňování informací. Toto zařízení má sloužit jako doplněk k podmínkám nabízení obsaženým ve směrnici AIFMD, jež nejsou dostatečné pro účely nabízení retailovým investorům. Podobnost s fondy UCITS je z důvodu ochrany retailu logická – i když jsou fondy ELTIF svou povahou fondy alternativními, z pohledu regulace se blíží fondům standardním. Hlavním rozdílem mezi podmínkami zařízení pro investory při nabízení jejich investic je jasné vymezení, že zařízení pro investory fondů ELTIF bude sloužit pro upisování podílových jednotek nebo akcií.<sup>298</sup>

Podle čl. 26 odst. 2 nařízení ELTIF vypracovala ESMA návrh regulačních a technických norem<sup>299</sup> (**Návrh RTN ESMA**), který stanoví typy a náležitosti těchto zařízení, včetně technické infrastruktury a náplně úkolů vůči neprofesionálním investorům.<sup>300</sup>

## 5.2 Přeshraniční nabízení investic

### 5.2.1 Nabízení se zahraničním prvkem

Zcela samostatné podmínky stanoví ZISIF pro nabízení investic, ve kterém působí určitý *zahraniční prvek*. Tímto prvkem se rozumí obhospodařovatel se sídlem v jiném státě než je Česká republika (**zahraniční obhospodařovatel**) nebo alternativní fond se sídlem v jiném státě než je Česká republika (**zahraniční fond**). Podmínky pro jejich přeshraniční nabízení se pak dále odlišují podle toho, zda je sídlo zahraničního obhospodařovatele v EU (**unijní obhospodařovatel** nebo **EU AIFM**) nebo mimo státy EU (**mimounijní obhospodařovatel** nebo **Non-EU AIFM**) a zda nabízí do zahraničního fondu se sídlem v EU (**unijní fond** nebo **EU AIF**), zahraničního fondu se sídlem mimo EU (**mimounijní fond** nebo **Non-EU AIF**), případně zda zahraniční

---

<sup>298</sup> Konzultační materiál ESMA. *Návrh regulačních technických norem doplňujících nařízení ELTIF (Návrh RTN)*. s. 23, odst. 61-62.

<sup>299</sup> Návrh RTN podle čl. 26 odst. 2 Nařízení ELTIF byl vydán 31. července 2015. Ke dni uzavření této práce ESMA projednává připomínky, které byly k Návrhu RTN zaslané odbornou veřejností. Tyto připomínky ESMA zveřejnila dne 20. října 2015 na svých webových stránkách. Online k zhlédnutí zde <https://www.esma.europa.eu/consultation/Consultation-draft-regulatory-technical-standards-under-ELTIF-Regulation#responses>.

<sup>300</sup> Čl. 26 odst. 2 Nařízení ELTIF.

obhospodařovatel nabízí do českého fondu (**český fond** nebo **CZ AIF**) či český obhospodařovatel (**český obhospodařovatel** nebo **CZ AIFM**) nabízí do fondu zahraničního. Pro pochopení pravidel této rozsáhlé a komplikované úpravy různých režimů přeshraničního nabízení, které česká úprava pouze s minimálním využitím diskrece pro členské státy prakticky uceleně přebrala z AIFMD<sup>301</sup>, poskytují pouze základní náhled do dané problematiky, která by měla ozřejmit současný stav přeshraničního nabízení v českém právu a jeho předpokládaný vývoj v blízké budoucnosti.

Předem je nutné si uvědomit, že ZISIF na základě podmínek převzatých z AIFMD stanovuje podmínky pro přeshraniční nabízení pro **nadlimitní obhospodařovatele**, a to jak pro veřejné nabízení, tak pro private placement. Možnost přeshraničního nabízení pramení z tzv. marketingového pasu (*AIFMD Marketing Passport*), který je druhou složkou Evropského pasu, jimž disponuje každý obhospodařovatel v režimu plné regulace AIFMD.<sup>302</sup> Na druhou stranu **podlimitním fondům** ZISIF stanovuje podmínky pouze pro přeshraniční nabízení veřejně. Jak již bylo stanoveno v článku výše, podlimitní fondy jsou z regulace *private placement* podle § 295a odst. 2 ZISIF vyňaty.

### **5.2.2 Pravidla přeshraničního nabízení mimounijních obhospodařovatelů a mimounijních fondů**

Podmínky pro přeshraniční nabízení investic jsou v ZISIF rozlišeny podle toho, zda se v nich vyskytují zahraniční prvky unijní nebo mimounijní. Z logiky věci budou totiž unijní obhospodařovatelé nabízející do unijních a českých fondů a čeští obhospodařovatelé nabízející do unijních fondů (z důvodu zásad volného pohybu služeb, kapitálu a podnikání v rámci EU) podléhat odlišné regulaci než mimounijní obhospodařovatelé a nabízení do mimounijních fondů. Základní pravidla pro alternativní fondy vycházejí z již zmíněných podmínek článků 36 a 42 AIFMD, které evropská úprava ukotvila pro nabízení a obhospodařování s mimounijním prvkem (viz článek 4.4.1 výše). Jak u obhospodařování mimounijními obhospodařovateli, tak i pro

<sup>301</sup> Např. v čl. 36 odst. 2 a 42 odst. 2 AIFMD se pro nabízení s mimounijním prvkem stanovuje možnost upravit podmínky nabízení přísněji než stanoví AIFMD. ZISIF se od AIFMD odklonil pouze povinností zapsat se do seznamu vedeného ČNB podle § 597 písm. e) ZISIF.

<sup>302</sup> Součástí evropského pasu je pas pro přeshraniční obhospodařování (*AIFMD Management Passport*) a pas pro přeshraniční nabízení (*AIFMD Marketing Passport*).



jejich nabízení platí stanovený národní režim až do dne, kdy Evropská komise v návaznosti na konečné stanovisko ESMA<sup>303</sup> vydá předpis stanovující období platnosti národní regulace i národního režimu (fungující paralelně po Komisi předem stanovenou dobu). Poté Evropská komise stanoví datum, od kterého bude fungování v národních režimech členských států ukončeno, což bude znamenat nutné podřízení se plné regulaci podle AIFMD všem mimounijním obhospodařovatelům a vydání Evropského pasu (s předpokladem do konce roku 2019). Jak AIFMD, tak ZISIF, který tuto úpravu s minimálními změnami přebíral, určují ve svém obsahu oba dva režimy, které jsou však ve vzájemném konfliktu. V AIFMD se jedná se o články 36 a 42 AIFMD, které byly transponovány do § 316, § 318, § 319 a § 324 ZISIF, a určují současný stav využitelnosti výhradně národního režimu. Vůči nim stojí momentálně neúčinné články 37 až 41 AIFMD transponované do § 320, § 321 a § 322 ZISIF, které budou aktivovány až po zavedení Evropského pasu pro mimounijní obhospodařovatele, a to včetně fungování licence pro mimounijní obhospodařovatele s povolením podle § 481 ZISIF, který bude v rámci plné regulace s Českou republikou jako referenčním státem oprávněn nabízet investice v jakémkoli státu EU.

Důležitou informací v souvislosti s přeshraničním nabízením je fakt, že na rozdíl od článků 36 a 42 AIFMD, které stanovují podmínky pro (i) nadlimitní alternativní fondy, (ii) nabízející přeshraničně, (iii) profesionálním investorům, (iv) v rámci režimu private placement, ZISIF využil i v tomto případě diskreci podle článku 43 AIFMD a upravil toto nabízení odlišně. ZISIF sice po vzoru článků 36 a 42 AIFMD umožňuje po splnění notifikační povinnosti a zapsání do příslušného seznamu (podle § 597 písm. e) ZISIF) obhospodařovateli nabízet investice v režimu private placement profesionálním investorům, avšak za splnění dalších zákonných podmínek umožňuje také nabízet investice veřejně. K tomu stačí podstoupit řízení u ČNB, která může rozhodnout o tom, že zahraniční fond (unijní či mimounijní ale vždy výhradně nadlimitní) je srovnatelný se speciálním fondem. Pokud ČNB nerozhodne o srovnatelnosti fondu nebo půjde o podlimitní fond, bude tento fond oprávněn nabízet své investice pouze kvalifikovaným investorům podle podmínek § 296 ZISIF (veřejně i neveřejně).<sup>304</sup> Jakémukoli nabízení

---

<sup>303</sup> Stanovisko k fungování evropského pasu pro mimounijní obhospodařovatele (*ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*), ESMA, 30. července 2015.

<sup>304</sup> § 297 odst. 2, § 296 ZISIF.

veřejně však musí vždy předcházet zápis do seznamu fondů, které mohou být v České republice veřejně nabízeny.<sup>305</sup>

### 5.2.3 *Varianty přeshraničního nabízení podle ZISIF*

Pro přeshraniční nabízení ZISIF počítá s vyčerpávajícími výčty variant, podle kterých určuje podmínky pro nabízení na českém trhu. Podle svého rozdělení jsou obhospodařovatelé podřízeni různým požadavkům na povolení či registraci u příslušných orgánů dohledu. V základním rozdělení jde o nabízení do (i) unijního fondu obhospodařovaného unijním obhospodařovatelem (**varianta A**), (ii) unijního fondu obhospodařovaného mimounijním obhospodařovatelem (**varianta B**), (iii) mimounijního fondu obhospodařovaného unijním obhospodařovatelem (**varianta C**), a (iv) mimounijního fondu obhospodařovaného mimounijním obhospodařovatelem (**varianta D**).<sup>306</sup> Nabízení těchto variant od sebe odlišují zejména notifikační procedury – notifikace na základě Evropského pasu (varianta A) a notifikace k využití národního režimu (varianty B, C a D).

#### (a) **Varianta A - EU AIF, EU AIFM, EuSEF, EuVECA**

Tato varianta představuje nejjednodušší možnost nabízení investic, kdy jsou obhospodařovatel i fond osobami se sídlem v členských státech. Unijní fond (tzn. speciální fond, fond kvalifikovaných investorů, jenž provedl *opt-in* do režimu regulace AIFMD anebo srovnatelný zahraniční alternativní fond), jehož sídlo je v členském státu (unijní fond) a sídlo jeho nadlimitního obhospodařovatele v České republice (český obhospodařovatel), je po zapsání do seznamu investičních fondů nebo zahraničních fondů ČNB podle § 309 ZISIF oprávněn nabízet investice v České republice. Má-li tento obhospodařovatel v úmyslu nabízet investice do tohoto fondu i profesionálním investorům v jiném členském státu, je k tomu oprávněn až po obdržení sdělení od ČNB podle § 311 ZISIF. Pokud je sídlo obhospodařovatele v jiném členském státu (unijní obhospodařovatel) než v České republice, je po zapsání v seznamu investičních fondů nebo zahraničních fondů ČNB podle § 315 odst. 2 ZISIF oprávněn nabízet

<sup>305</sup> § 597 písm. d) ZISIF.

<sup>306</sup> Ministerstvo financí. *Informativní elektronické brožury k nové právní úpravě obhospodařování a administrace investičních fondů*. Internetová stránka ministerstva financí: Praha, 2013.

investice neveřejně formou *private placement*. K veřejnému nabízení je oprávněn až po obdržení sdělení příslušného orgánu dohledu podle jeho sídla podle § 315 odst. 1 ZISIF. Tato pravidla se uplatní i na fondy EuVECA a EuSEF.

Podlimitní český nebo unijní obhospodařovatel, který má v úmyslu nabízet investice do unijního fondu v České republice veřejně, je podle § 310 ZISIF povinen být zapsán v seznamu ČNB podle § 597 ZISIF (**seznam ČNB**). V opačném případě zůstává v neregulovaném režimu *private placement*.

(b) **Varianta B - EU AIF, Non-EU AIFM**

Tato varianta začleněná v § 316 ZISIF a transponující článek 42 AIFMD upravuje možnost mimounijního obhospodařovatele nabízet investice do jím obhospodařovaného unijního fondu výhradně v České republice na základě povinné registrace v seznamu podle § 597 ZISIF. Toto ustanovení neodkazuje na formu nabízení (veřejně či neveřejně), ale užívá možnosti srovnatelnosti fondu, a tudíž je na něj možné aplikovat obecné podmínky podle § 297 ZISIF. I zde tak bude využita diskrece České republiky a v případě, že ČNB vydá rozhodnutí podle 297 odst. 1 ZISIF, bude tento fond zapsán v seznamu podle § 597 písm. d) ZISIF s oprávněním jeho obhospodařovatele nabízet investice do příslušného fondu veřejně. Pokud ČNB rozhodnutí o srovnatelnosti se speciálním fondem nevydá, nebude moci obhospodařovatel v souladu s § 297 odst. 2 ZISIF nabízet investice veřejně široké veřejnosti jako běžný speciální fond, nýbrž pouze kvalifikovaným investorům podle § 296 ZISIF.<sup>307</sup>

Jde však jen o zmíněné dočasné řešení před zavedením Evropského pasu pro mimounijní obhospodařovatele. Po jeho zavedení bude moci mimounijní obhospodařovatel speciálního fondu nebo fondu kvalifikovaných investorů (nebo srovnatelných fondů) fungovat v režimu jako (i) zahraniční osoba s povolením podle § 481 ZISIF nebo (ii) zahraniční osoba s povolením srovnatelným s povolením podle § 481 ZISIF s možnostmi nabízení jako

---

<sup>307</sup> Komentář ZISIF, s.769.

v případě unijního obhospodařovatele.

(c) ***Varianta C – Non-EU AIF, EU AIFM***

Tato varianta vychází z § 318 a § 319 ZISIF a transponuje článek 36 AIFMD. Zde se upravuje možnost opačná k variantě B – oprávnění unijního obhospodařovatele (českého podle § 318 ZISIF a unijního z jiného státu podle § 319 ZISIF) nabízet investice do jím obhospodařovaného mimounijního fondu výhradně v České republice na základě povinné registrace v seznamu podle § 597 ZISIF. Toto ustanovení opět neodkazuje na formu nabízení (veřejně či neveřejně), ale ani neužívá možnosti srovnatelnosti fondu. Není jasné, proč zákonodárce neuvedl možnost srovnatelnosti i pro tento případ. Otázka aplikovatelnosti podle § 297 ZISIF je tak nejasná. Podle Komentáře ZISIF je i v tomto případě možné vyvodit, že bude aplikovatelný § 297 ZISIF<sup>308</sup>, avšak další zdroje tuto možnost neuvádějí. Jediným vodítkem může být možnost vyplývající z § 318 i § 319 ZISIF, kde se stanoví nutnost zápisu do seznamu podle § 597 písm. d) nebo e), jelikož seznam podle § 597 písm. d) vede záznamy o fondech oprávněných nabízet veřejně. V tom případě bude postup odpovídat variantě B, včetně výše uvedené dočasnosti tohoto řešení.

(d) ***Varianta D – Non-EU AIF, Non-EU AIFM***

Poslední variantou je druhá část transpozice článku 42 AIFMD do § 324 ZISIF, která upravuje pravidla pro mimounijního obhospodařovatele nabízejícího investice pouze v České republice do jím obhospodařovaného mimounijního fondu. I zde je opomenuta srovnatelnost fondu jako v případě varianty C a možnost zápisu do seznamu podle § 597 písm. d) a e) ZISIF, a proto není jasné, zda by mohlo být využito řízení o srovnatelnosti se speciálním fondem a následné nabízení široké veřejnosti. Komentář ZISIF se v této věci vyjadřuje za aplikaci § 297 ZISIF, avšak se závěrem, že takový fond bude vždy nabízet pouze kvalifikovným investorům. Více k této problematice viz článek 8.2.6 níže. Opět jde jen o dočasné ustanovení, jehož využití bude po zavedení Evropského pasu

---

<sup>308</sup> Komentář ZISIF, s. 775.

pro mimounijní obhospodařovatele zakázáno.<sup>309</sup>

#### **5.2.4 Výjimka pro feeder fondy se zahraničním master fondem**

Na některé alternativní fondy, jež jsou obhospodařovány unijním obhospodařovatelem a jsou v plné regulaci AIFMD, se za splnění určitých předpokladů uplatní při nabízení investic odlišný režim. Jedná se o situaci vymezenou v § 299 ZISIF, kdy alternativní fond (*feeder* fond podle terminologie AIFMD) investuje alespoň 85 % svého majetku do mimounijního zahraničního investičního fondu nebo do zahraničního fondu s mimounijním obhospodařovatelem (*master* fond podle terminologie AIFMD). Za splnění těchto podmínek bude tento fond pro účely nabízení investic považován za srovnatelný zahraniční fond (nikoliv fond unijní), takže se na něj uplatní pravidla pro nabízení podle Varianty C (non-EU AIF, EU AIFM) výše. Tím se má zamezit existenci pouhých „skořápkových entit“, přes které by protékaly peněžní prostředky do subjektů třetích zemí, aby byla zachována stabilita evropského finančního trhu a zajištěna vysoká úroveň ochrany investorů do těchto fondů.<sup>310</sup>

Pro přesné pochopení terminologie je nutné poznamenat, že *feeder* a *master* fondy podle § 299 ZISIF neodpovídají přesně termínu podřízené a řídicí fondy podle § 245 a § 246 ZISIF, a proto je ani § 299 tímto způsobem neoznačuje. Ustanovení o výjimce *feeder* fondů v odstavci výše je totiž transpozice podmínek podle AIFMD, avšak § 245 a 246 ZISIF vycházejí z úpravy směrnice UCITS. Struktura *feeder-master* fondů podle UCITS je totiž významně užší než komentovaná výjimka podle AIFMD.<sup>311</sup>

## **6. PŘÍPUSTNÉ PRÁVNÍ FORMY ALTERNATIVNÍCH FONDŮ**

### **6.1 Obecná pravidla pro právní formu**

#### **6.1.1 Speciální fondy**

Pro fondy kolektivního investování ZISIF obecně připouští pouze dvě právní formy: podílový fond a akciovou společnost.<sup>312</sup> Tento krátký výčet je taxativní, nicméně zahrnuje i formu akciové společnosti s proměnným kapitálem a otevřený a uzavřený podílový fond. Speciální fond tak může mít prakticky 4 formy.

<sup>309</sup> § 324 odst. 4 ZISIF v návaznosti na § 316 odst. 5 ZISIF.

<sup>310</sup> Komentář ZISIF, s. 696.

<sup>311</sup> Ibid.

<sup>312</sup> § 100 odst. 1 ZISIF.

Tím jsou speciální fondy obecně zvýhodněny oproti standardním fondům, jež mohou fungovat výlučně ve formě otevřených podílových fondů nebo akciové společnosti s proměnným kapitálem. Tato možnost však neplatí bezvýhradně -speciální fondy peněžního trhu, krátkodobé fondy peněžního trhu a nemovitostní fondy<sup>313</sup> jsou tak jako standardní fondy povinny nabýt formu otevřeného podílové fondu nebo akciové společnosti s proměnným kapitálem.

### **6.1.2 Fondy kvalifikovaných investorů**

Oproti speciálním fondům je výčet právních forem přípustných pro fondy kvalifikovaných investorů mnohem širší. ZISIF povoluje obhospodařovat fond kvalifikovaných investorů ve formě: (i) podílového fondu (otevřeného i uzavřeného typu), (ii) svěřenského fondu, (iii) komanditní společnosti (a komanditní společnosti na investiční listy), (iv) společnosti s ručením omezeným (včetně typu s podílem vyjádřeným kmenovými listy), (v) akciové společnosti (včetně akciové společnosti s proměnným kapitálem), (vi) evropské společnosti nebo (vii) družstva (a evropské družstevní společnosti).<sup>314</sup> Prakticky je tak na výběr ze 12 možností fungování. Jelikož jsou tyto entity převážně upraveny soukromým právem<sup>315</sup>, je pro jejich fungování jako fondů kvalifikovaných investorů nutné zvážit jejich využitelnost.<sup>316</sup> Nakonec i tu nalezneme omezení formy jako u fondů kolektivního investování, ale pouze pro fondy peněžního trhu a pro krátkodobé fondy peněžního trhu. Ty jsou opět povinné k výběru formy z otevřeného podílového fondu a akciové společnosti s proměnným kapitálem.

Pro fondy kvalifikovaných investorů je to oproti předchozí úpravě ZKI, která povolovala pouze podílový fond a akciovou společnost, velký posun kupředu. V praxi momentálně převažuje forma „běžné“ akciové společnosti, po vzoru zahraničí (zejména lucemburské úpravy) se však obhospodařovatelé těší z nové možnosti využívání „českého SICAVu“ – akciové společnosti s proměnným kapitálem (o níž je pojednáno v článku 6.2.3 níže).

---

<sup>313</sup> K vysvětlení konkrétních typů speciálních fondů viz čl. 7.1 níže.

<sup>314</sup> § 101 odst. 1 ZISIF.

<sup>315</sup> Kromě podílového fondu, akciové společnosti s proměnným kapitálem a komanditní společnosti na investiční listy. Poslední dvě však také vycházejí z úpravy jejich základních forem podle Zákona o obchodních korporacích.

<sup>316</sup> Komentář ZISIF, s. 342.

## 6.2 Vybrané formy alternativních fondů

### 6.2.1 Podílový fond

Při právních formách investičních fondů nelze nezmínit podílový fond. Podílový fond je soubor jmění bez právní osobnosti. I když je u nás považovaný za jakýsi „prototyp investičního fondu“<sup>317</sup>, reálně převažují investiční entity s právní osobností. Za podílový fond tak obecně jedná jeho obhospodařovatel, avšak v praxi musí podílový fond vykazovat určité znaky, které obecně přísluší právnickým osobám. Jedná se o označení, předmět činnosti a statut. Jediné obdobné postavení má svěřenský fond, kterému se též nepřiznává právní subjektivita, nicméně také musí splňovat požadavky věty výše.

Podílový fond vydává podílové listy (jako cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír), představující podíl podílníka na podílovém fondu.<sup>318</sup> S tím jsou pak spojené práva podílníka, které se liší od typu podílového fondu – otevřeného (s právem odkupu podílového listu fondem) a uzavřeného (bez možnosti odkupu).

### 6.2.2 Svěřenský fond

Jednou z novinek, které přinesla nedávná rekodifikace soukromého práva, je zavedení institutu svěřenského fondu,<sup>319</sup> jenž je českou variantou v zahraničí známého institutu vystupujícího pod různými názvy jako např. *trust*, *fiducie* nebo *Treuhand*.<sup>320</sup> Právní úprava svěřenského fondu byla do Občanského zákoníku převzata (s minimálními změnami) z institutu *fiducie* z quebeckého občanského zákoníku (*Code civil du Quebec*) z roku 1994, jenž byl z důvodu adaptace na kontinentální systém zvolen jako nejvhodnější pro české právní prostředí.<sup>321</sup>

Vyplyvající subsidiárně z Občanského zákoníku, svěřenský fond je soubor majetku, který zakladatel svěřenského fondu vyčlení ze svého vlastnictví za určitým účelem, např. pro určitou osobu – obmyšleného (beneficienta) nebo pro komunální či obdobné cíle. Tento účel může být veřejný nebo soukromý, za života nebo pořízením

---

<sup>317</sup> Komentář ZISIF, s. 343.

<sup>318</sup> § 115 ZISIF.

<sup>319</sup> § 1448 a násl. OZ, § 148 ZISIF.

<sup>320</sup> Kocí, M. *Institut svěřenského fondu v NOZ*. OBCZAN – komunitní portál o rekodifikaci, 2014.

<sup>321</sup> Mezi diskutovanými vzory pro svěřenský fond byly také právní řády států jako Louisiana, Skotsko či Jihoafrická republika.

pro případ smrti.<sup>322</sup> Klíčovým aspektem svěřenského fondu je, že vyčleněný majetek přechází pod správu správce a jeho zakladatel již nadále není vlastníkem tohoto majetku. Vyčleněný majetek však před splněním účelu není ani obmyšleného. Fakticky se tedy majetek ve svěřenském fondu stává „majetkem bez vlastníka“. Ve všech věcech fondu vystupuje správce, který za fond jedná jako vlastník (i když jím není) vždy s onačením „svěřenský správce“.

Podstatnými znaky svěřenského fondu tedy je, že je to (i) osoba bez právní osobnosti, (ii) spravovaná správcem (případně v spolusprávě správce a zakladatele), (iii) podle podmínek statutu vydaného zakladatelem, s (iv) odděleným a nezávislým majetkem, (v) zřízená za určitým účelem. Obecně svěřenský fond nepodléhá veřejnoprávnímu dohledu (s výjimkou registrační povinnosti na finančním úřadě<sup>323</sup>).

Právní úprava svěřenského fondu podle ZISIF je speciální úpravou vůči úpravě Občanského zákoníku, jež se uplatní pouze na svěřenský fond jako formu fondu kvalifikovaných investorů (**investiční svěřenský fond**). Stručně vzato se rozdílná úprava týká zejména statutu<sup>324</sup>, osoby správce, jímž může být pouze obhospodařovatel fondů kvalifikovaných investorů s příslušným oprávněním<sup>325</sup>, povinností mít depozitáře<sup>326</sup> a přizpůsobení institutu pro umožnění fungovat jako investiční fond. Investiční svěřenský fond se vytváří pouze za života (*inter vivos*), nikoliv s možností pro případ smrti (*mortis causa*) podle Občanského zákoníku, a to vždy písemnou smlouvou (statutem) mezi zakladatelem a správcem (obhospodařovatelem). Účel fondu se musí shodovat s cílem investičních fondů – investování na základě určené investiční strategie – a statut fondu musí od začátku určit alespoň dva obmyšlené, jimiž budou zakladatel nebo ten, kdo zvýšil majetek tohoto fondu, a kteří jsou kvalifikovanými investory. Neexistuje možnost pouze jednoho obmyšleného či neuvedení obmyšleného ve statutu<sup>327</sup>. Dvěma snad nejvýznamnějšími změnami je registrace fondu do seznamu ČNB<sup>328</sup> a vyloučení možnosti dovolávat se po zapsání do tohoto seznamu prohlášení

---

<sup>322</sup> § 1448-1449 Občanského zákoníku.

<sup>323</sup> Svěřenský fond je daňovým subjektem a má povinnost registrovat se na příslušném finančním úřadě, jímž je podle rozhodnutí č. j.: 22438/14/7001-41000-010450 Generálního finančního ředitelství Finanční úřad pro hlavní město Prahu – Územní pracoviště pro Prahu 7.

<sup>324</sup> Uplatní se § 288 ZISIF, nikoliv § 1452 Občanského zákoníku.

<sup>325</sup> § 5, § 150 ZISIF.

<sup>326</sup> § 60 ZISIF.

<sup>327</sup> § 95 odst. 1 písm. c) ZISIF.

<sup>328</sup> Seznam investičních fondů podle § 597 písm. c) ZISIF.



neplatnosti jednání, jímž fond vznikl<sup>329</sup>. Oproti podílovému fondu svěřenský fond nevzniká zápisem do seznamu ČNB, ale již uzavřením smlouvy (statutu).<sup>330</sup>

Institut svěřenského fondu zatím není v českém právu rozšířen, ať už podle Občanského zákoníku či jako investiční fond podle ZISIF. Logicky by se dalo předpokládat, že jde jen o absenci zvyku na institut, který doposud v českém prostředí neexistoval, ale v praxi jde více o problémy tohoto institutu zasazeného do nepřipraveného právního a ekonomického prostředí než strach z využití nových možností.

### 6.2.3 *Akciová společnost s proměnným kapitálem (SICAV)*

Za mnohem užitečnější novinku pro oblast kolektivního investování však pokládám zavedení právní formy akciové společnosti s proměnným kapitálem v § 154 a násl. ZISIF. V rozvinutých zahraničních jurisdikcích je pro účely kolektivního investování akciová společnost s proměnným kapitálem standardní formou investičních fondů, protože umožňuje spojit výhody „*vlastní právní subjektivity [...] a otevřené formy subjektu kolektivního investování*“.<sup>331</sup> Běžně je v zahraniční označována zkratkou SICAV, vycházející francouzského *société d'investissement à capital variable* z lucemburské úpravy práva kolektivního investování, kde je tato struktura tradičně využívána (i díky příznivému lucemburskému daňovému prostředí)<sup>332</sup> a doteď se u obhospodařovatelů těší velké oblibě.<sup>333</sup>

Primární odlišností od „klasické“ akciové společnosti je skladba základního kapitálu. Ten tvoří u akciové společnosti s proměnným kapitálem dvě složky: *fixní* a *proměnnou*.<sup>334</sup> Fixní složka představuje zapisovaný základní kapitál, který tvoří zakladatelské akcie v souladu s korporátním právem<sup>335</sup>, jehož výše a splacení se zapisuje do obchodního rejstříku. Proměnnou (variabilní) složku představuje fondový kapitál a tvoří ji investiční akcie. Společnost tak vydává zakladatelské akcie pro osoby

---

<sup>329</sup> § 148 odst. 3 ZISIF.

<sup>330</sup> Komentář ZISIF, s. 322, s. 420-421.

<sup>331</sup> Důvodová zpráva, s. 51.

<sup>332</sup> Lucemburské právo nabízí obhospodařovatelům výhodné daňové režimy, díky kterým je tato jurisdikce velkým lákadlem pro zahraniční obhospodařovatele. Více o SICAV a jeho zdanění podle lucemburského práva LCG International AG. *SICAV Investment Funds in Luxembourg*. 2015, s. 5.

<sup>333</sup> Komentář ZISIF, s. 431.

<sup>334</sup> Šovar, Jan. *Právní úprava SICAV dozná dalších změn. Po přepracování jsou vyhlídky slibné, doplnění lze však čekat ve Sněmovně*. Patria Online, 14. září 2015.

<sup>335</sup> § 159 odst. 3 ZISIF.

podílející se na vedení společnosti a investiční akcie pro investory. Investiční akcie představují objem vydaných (a neodkoupených) investičních akcií, jež fungují prakticky jako podílové listy u otevřeného podílového fondu, s nimiž je spojeno právo akcionáře (podílníka) na odkup akcií (podílových listů). Na rozdíl od akcionáře-investora však akcionář-společník disponuje akcionářskými právy, která z povahy podílového fondu podílníci nemají. Investor je oprávněn kdykoliv ze společnosti vystoupit a odprodat svoje investiční akcie zpět společnosti. A právě na to slouží oddělení investičních akcií od zakladatelských – variabilita investičního kapitálu totiž společnosti umožňuje reflektovat změny investorů bez toho, aby se při každém přistoupení či vystoupení investora musela zasahovat do společnosti nákladnými a administrativně náročnými změnami základního kapitálu.<sup>336</sup>

Investiční akcie je společnost vždy povinna upisovat veřejnou výzvou. Tím má být naplněn požadavek článku 1 odst. 2 Druhé obchodní směrnice<sup>337</sup>, aby společnosti ve formě SICAV nabízeli své investiční akcie k úpisu veřejně. To si nelze plést s nabízením široké veřejnosti (což by bylo neslučitelné s nabízením fondů kvalifikovaných investorů), jelikož „*veřejná výzva neimplikuje, že by investiční akcie mohl nabýt kdokoliv*“.<sup>338</sup>

V základních rysech vychází úprava akciové společnosti s proměnným kapitálem z úpravy akciové společnosti podle Zákona o obchodních korporacích, z logických důvodů však ZISIF stanovuje speciální úpravu i vylučující ustanovení pro případy, kdy by bylo fungování této právní formy neslučitelné s běžnou akciovou společností.<sup>339</sup> Akciová společnost s proměnným kapitálem např. nemá volby mezi monistickým a dualistickým systémem vnitřního řízení – povinně funguje v systému monistickém se statutárním ředitelem a správní radou. Pokud společnost není samosprávným fondem zapsaným v seznamu ČNB, musí být k tomu ještě statutárním ředitelem obhospodařovatel, který je právnickou osobou a disponuje povolením ČNB k obhospodařování příslušného typu fondu. Tím se na rozdíl od úpravy Zákona o

---

<sup>336</sup> Komentář ZISIF, s. 431.

<sup>337</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 77/91/EHS ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu čl. 58 druhého pododstavce Smlouvy, při zakládání akciových společností a při udržování a změně jejich základního kapitálu za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření.

<sup>338</sup> Komentář ZISIF, s. 444.

<sup>339</sup> § 157 ZISIF.

obchodních korporacích posiluje funkce statutárního ředitele a odjímá exekutivní působnost správní radě, které již není oprávněna volit statutárního ředitele.<sup>340</sup> ZISIF z důvodu vlastních kapitálových požadavků pro investiční fondy pro tuto formu upouští od požadavku tvořit povinné rezervní fondy.<sup>341</sup>

Akciová společnost s proměnným kapitálem je určena výhradně pro investiční fondy, tedy nesmí být využita pro jinou entitu, a to ani pro „správce“ podle § 15 ZISIF. Za účinnosti současné úpravy společnost k obchodní firmě připojuje označení „investiční fond s proměnným kapitálem“.<sup>342</sup>

Investiční společnost s proměnným kapitálem může v rámci své činnosti vytvářet podfondy. Podfond vlastně znamená faktické oddělení „investičního jmění“ a jeho obhospodařování od hospodaření společnosti. Podfond se pak stává majetkově a účetně oddělenou jednotkou s vlastní investiční strategií, avšak není sám investičním fondem - tím je pořád „zastřešující“ společnost (*umbrella*). V celé řadě situací se však na podfondy použijí ustanovení, která byla původně určena pro fondy, např. vztahy mezi podřízeným a řídicím (*feder-master*) fondem podle § 247 ZISIF. Možnost vytvářet podfondy musí určit stanovy, a to včetně vymezení každého jednotlivého podfondu a pravidel pro jejich vytváření, fungování a hrazení vzniklých nákladů. Vytváření podfondů však automaticky znamená povinnost společnosti vyčlenit do podfondů všechno investiční jmění, neexistuje možnost ponechání části v podfondech a části spolu s ostatním jměním společnosti.<sup>343</sup> Skutečnost o tom, že společnost je podle stanov oprávněna k vytváření podfondů se zapisuje do obchodního rejstříku, konkrétní podfondy však tuto povinnost nemají. To by však nemělo v praxi tvořit problémy, jelikož se při jednání za podfond vždy musí uvést identifikační údaje akciové společnosti s proměnným kapitálem.<sup>344</sup>

I když je dlouho očekávané vtělení „českého SICAVu“ nepochybně velkým krokem k modernizaci investičního prostředí v České republice, ZISIF v současnosti neukazuje jeho finální znění. Významné úpravy by měly být provedeny v rámci

---

<sup>340</sup> Komentář ZISIF, s. 432, § 8, § 9 ZISIF.

<sup>341</sup> § 157 odst. 3 ZISIF.

<sup>342</sup> § 429 ZISIF.

<sup>343</sup> Komentář ZISIF, s. 445-449, § 156 odst. 2 ZISIF.

<sup>344</sup> § 168 ZISIF.

připravované novela ZPKT a ZISIF (**Druhá novela ZISIF**)<sup>345</sup>, která by měla transponovat další požadavky evropského práva (UCITS V a MIFID II) a upravit nesrovnalosti současného znění ZPKT i ZISIF. Více informací o Druhé novele ZISIF poskytují v článku 8.2.9 níže.

#### **6.2.4 Komanditní společnost na investiční listy (SICAR)**

Poslední právní forma, kterou se budu zabývat, je modifikovaná forma komanditní společnosti, ve které je podíl komanditisty představován cennými papíry - investičními listy<sup>346</sup>.

Tak jako akciová společnost s proměnným kapitálem, i komanditní společnost na investiční listy byla po vzoru zahraničních jurisdikcí dlouho očekávaná, a to zejména pro investiční fondy typu *private equity* a *venture capital funds*. Tyto typy investičních fondů využívají v zahraniční nejběžněji formu *limited liability partnership* (LLP) (anglické *common law*), *kommanditselskab* (dánské právo) či *société d'investissement en capital à risque* (lucemburské právo) - všechny přímo navrženy pro tento typ investičního vehiklu. V českém právu je nejbližší strukturální obdobou právě komanditní společnost, jejíž modifikace na formu vydávající cenné papíry by mohla také přispět k zatraktivnění tuzemského investičního prostředí. Ze vzoru lucemburské úpravy se u těchto typů entit často používá označení SICAR (z francouzského *société d'investissement en capital à risque*).

Obdobně jako v úpravě jejího původce v korporátním právu, komanditní společnost na investiční listy tvoří dva typy společníků – komplementáře a komanditisty. Komplementář je osobou, která ručí za dluhy společnosti neomezeně, komanditista je investor, který nakoupil vydané investiční listy a za dluhy společnosti neručí (bez ohledu na splnění vkladové povinnosti). Tím je vyjádřen rozdíl mezi úpravou komanditní společnosti bez investičních listů (či už podle Zákona o obchodních korporacích<sup>347</sup> nebo ZISIF<sup>348</sup>) a komanditní společností s investičními listy, která má

---

<sup>345</sup> Novela ZPKT a ZISIF vypracovaná Ministerstvem financí, předložena Vládou Poslanecké sněmovně dne 21. srpna 2015. Sněmovní tisk 571. Online ke zhlédnutí zde <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>.

<sup>346</sup> § 170 ZISIF upravující komanditní společnost na investiční listy je speciálním ustanovením k úpravě k § 118 Zákona o obchodních korporacích a zejména k § 32 odst. 2 Zákona o obchodních korporacích, jež zakazuje vtělení podílu v komanditní společnosti do cenných papírů.

<sup>347</sup> § 118 Zákona o obchodních korporacích.

<sup>348</sup> § 183 ZISIF.

utvrdit postavení komanditisty čistě jako investora – jakékoli ručení komanditisty za dluhy společnosti je výslovně vyloučeno.<sup>349</sup>

Investiční listy jsou cennými papíry podobnými kmenovým listům v nové úpravě společnosti s ručením omezeným. Pro podíl, který je do nich vtělen, se připouští variabilní formy s různými právy a povinnostmi. Povinností k podílu však nikdy nesmí být zákonem vyloučené ručení komanditisty za dluhy společnosti. V případě, že k podílu nejsou vymezeny žádná zvláštní práva a povinnosti, označuje se investiční list k němu vydaný jako základní. Komanditista, tak jako společník společnosti s ručením omezeným, může vlastnit více podílů i různého druhu, jež musí být vymezeny ve společenské smlouvě. Pro tento účel zákon vyžaduje vydat ke každému jeho podílu investiční list, který bude řádně označen, alespoň uvedením jeho čísla<sup>350</sup>. Nelze dopustit situaci, kdy by komanditista vlastnil podíl, ke kterému by investiční list nebyl vydán, protože by mohly nastat nejasnosti ve spojení konkrétního podílu s konkrétním investičním listem.<sup>351</sup>

Komanditní společnost na investiční listy se zakládá obdobně jako její originální forma, společenskou smlouvou s požadavky obecné úpravy, s vymezením komplementáře a komanditistů. K tomu je povinna k vytvoření statutu<sup>352</sup>, k ustanovení depozitáře a k zápisu do příslušného seznamu ČNB. Komanditní společnost na investiční listy může být pouze investičním fondem s předmětem podnikání odpovídající činnosti investičního fondu.

Tato entita však (na rozdíl od běžné komanditní společnosti) může mít pouze jednoho komplementáře, který je individuálním statutárním orgánem a prakticky správcem společnosti. V případě samosprávného fondu tak může být i fyzickou osobou, pokud však půjde o investiční fond nesamosprávný, musí být komplementář povinně právnickou osobou a splnit veškeré požadavky pro obhospodařovatele investičního fondu.<sup>353</sup> Údaje o komanditistech musí být ve společenské smlouvě uvedeny, avšak nesmí být zveřejněny. Proto je musí příslušný rejstříkový soud ve sbírce listin „začernit“.<sup>354</sup> ZISIF povoluje mít pouze jednoho komanditistu, avšak pouze za splnění

---

<sup>349</sup> § 170 odst. 1 ZISIF.

<sup>350</sup> Komentář ZISIF, s. 460, § 172 odst. 1 písm. e) ZISIF.

<sup>351</sup> § 171 ZISIF.

<sup>352</sup> § 288 ZISIF.

<sup>353</sup> § 5, § 9 ZISIF.

<sup>354</sup> § 171 odst. 4 ZISIF.

podmínek vylučujících mnohost investorů podle § 95 ZISIF.

Tato forma vykazuje v praxi velké výhody. Ty spočívají zejména v investici do cenných papírů (ne do přímého podílu ve společnosti) a velký prostor pro široké možnosti úpravy vnitřního fungování ve společenské smlouvě. Jak ZISIF tak Zákon o obchodních korporacích totiž vymezují pouze malé množství kogentních ustanovení, a tak je možné co nejvhodněji přizpůsobit fungování investiční struktury společnosti podle účelu jejího podnikání.<sup>355</sup>

### **6.3 Některé společné povinnosti v souvislosti s právními formami**

Všem právním formám investičních fondů ZISIF stanovuje několik společných požadavků. Společnosti, jež jsou investičním fondem, jsou povinny užívat v názvu nebo obchodní firmě (podle typu) označení „fond“ a u právnických osob příslušné označení právní formy. To se podtrhuje zejména u modifikovaných entit podléhajících zvláštní úpravě ZISIF – akciová společnost s proměnným kapitálem a komanditní společnost na investiční listy. Tyto společnosti se musí na první pohled odlišit od jejich originálních původců a označit v obchodní firmě dodatky označující proměnný kapitál či vydávání investičních listů.<sup>356</sup> Jelikož tyto entity nemohou v těchto formách existovat za jiným účelem než kolektivní investování, dojde v případě, že by během své existence pozbyla společnost své povolení k činnosti samosprávného fondu nebo obhospodařovatel své povolení k obhospodařování, ke zrušení společnosti s likvidací.<sup>357</sup>

## **7. K JEDNOTLIVÝM TYPŮM ALTERNATIVNÍCH FONDŮ**

### **7.1 Speciální fondy**

Jak vyplývá z popisu systému alternativních fondů, speciální fond je podle českého práva možné vymezit jako fond kolektivního investování, který není standardním fondem.<sup>358</sup> Jeho specifické postavení spočívá v tom, že přestože jde o alternativní fond podle AIFMD, je oprávněn nabízet investice široké veřejnosti<sup>359</sup>.

Speciální fondy jsou sice alternativními fondy, avšak jejich regulace je z důvodu možnosti nabízet investiční služby veřejnosti podobná standardním fondům. Výhodou

<sup>355</sup> Důvodová zpráva, s. 53, Komentář ZISIF, s. 455.

<sup>356</sup> § 154 odst. 1, 170 odst. 2-3 ZISIF.

<sup>357</sup> § 554 ZISIF.

<sup>358</sup> § 94 odst. 2 ZISIF.

<sup>359</sup> ČNB. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013.

fungování speciálních fondů je volnější investiční strategie, širší výběr investičních aktiv (např. nemovitosti, účasti v nemovitostních společnostech či investice do dalších fondů, tzv. „fondy fondů“) a možnost vyššího rizika, od kterého ale mohou investoři očekávat vyšší výnosy. Formou speciálních fondů, na rozdíl od striktně otevřených standardních fondů, může být otevřený i uzavřený fond.

Až do přijetí právní úpravy AIFMD byly právě speciální fondy označovány jako „non-UCITS“ fondy. Jednalo se o investiční fondy s volnější investiční strategií nabízející investování veřejnosti, které nesplňovali podmínky úpravy standardních fondů<sup>360</sup> a podléhali vnitrostátní úpravě. Oproti standardním fondům tak sice nepodléhaly přísné regulaci, avšak nebyly oprávněny získat Evropský pas. Pro činnost v jiném státu tak byly vždy povinni požádat o povolení příslušný orgán dohledu.

Přijetím AIFMD se skupina „non-UCITS“ fondů rozšířila o ostatní typy investičních fondů nespádajících do úpravy směrnice UCITS, jež do té doby nepodléhaly evropské regulaci,<sup>361</sup> a její označení nahradil termín „alternativní fondy“ (*alternative investment funds*). To všem speciálním fondům, jak již bylo uvedeno v článku 2.3 výše, sice přineslo bez výjimky povinnost *opt-inu* do režimu plné regulace AIFMD (pro tuto možnost se rozhodl český zákonodárce v mezích diskrece členských států pro stanovení podmínek nabízení alternativních fondů neprofesionálním investorům)<sup>362</sup>, ale i benefit využívání Evropského pasu. Překlopení původní úpravy speciálních fondů členských států do režimu stanoveného evropským zákonodárcem sice omezila možnost úpravy odchylek vztahujících se k českému právnímu prostředí, avšak přinesla výrazné zjednodušení systému regulace investičních fondů a režimu jejich fungování.<sup>363</sup> Více k režimům regulace speciálních fondů viz v článku 2.3 výše.

Regulace speciálních fondů se možná, z důvodu cílové skupiny investorů a omezením souvisejícím s jejich ochranou, podobá fondům standardním, avšak jejich investiční strategie se velmi liší. Speciální fondy se zaměřují na investice do určitých typů aktiv, které nejsou pro standardní fondy vhodné. Nejčastěji jde o investování do nemovitostí, finančních derivátů, jiných investičních fondů, rizikového kapitálu a

---

<sup>360</sup> Pro speciální fondy s volnější investiční strategií nelze využít regulace standardních fondů i z toho důvodu, že UCITS reguluje nejen správce, ale i fondy samotné. AIFMD reguluje pouze správce fondů.

<sup>361</sup> S výjimkou těch entit, které AIFMD z regulace vylučuje.

<sup>362</sup> § 6 odst. 4, § 16 ZISIF.

<sup>363</sup> Komentář ZISIF, s. 29.

cenných papírů. Na českém trhu se tak speciální fondy vyskytují konkrétně jako fondy nemovitostí, fondy cenných papírů či typy vhodné i pro standardní fondy - fondy peněžního trhu a fond krátkodobého peněžního trhu. Častými typy speciálních fondů jsou také fondy fondů, jež investují shromážděné prostředky do jiných fondů kolektivního investování. Obecně jde o rizikovější investice než u standardních fondů, avšak investoři mohou očekávat i vyšší výnosy.<sup>364</sup>

## 7.2 Fondy kvalifikovaných investorů

V návaznosti na to, co již bylo o fondech kvalifikovaných investorů v této práci zmíněno, lze říci, že se na fondy kvalifikovaných investorů obecně hledí jako na alternativní fondy, které oproti standardním a speciálním fondům podléhají (s ohledem na menší potřebu chránit kvalifikované investory) mnohem nižším regulatorním požadavkům.

Menší míra omezení se vztahuje zejména k investiční strategii, způsobilým investičním aktivům (od převoditelných cenných papírů, investic do jiných investičních fondů, přes nemovitosti, komodity a další) nebo širokým možnostem povolených právních forem - či už s právní subjektivitou, či bez ní (viz článek 6.1.2 výše), na základě čeho tak tyto fondy mohou podléhat různým procesním, regulatorním i daňovým podmínkám.<sup>365</sup> Právě tato jejich rozmanitost zapříčiňuje, že jsou fondy kvalifikovaných investorů považovány za vysoce rizikové, a proto obecně nevhodné pro menší a retailové investory. Pro jejich činnost je tedy povoleno - již z názvu vyplývající - zaměření výhradně na profesionály či osoby zkušené v oblasti investic, tj. kvalifikované investory<sup>366</sup>.

Fondy kvalifikovaných investorů jsou tedy oprávněny nabízet investice privátním či institucionálním investorům, kteří naplní definici „kvalifikovaného investora“. Tato povinnost však neplatí bezvýjimečně. Jak již bylo uvedeno v článku 5.1.4 výše, v režimu *private placement* mohou i fondy kvalifikovaných investorů

---

<sup>364</sup> Např. ČS nemovitostní fond obhospodařován společností REICO investiční společnost České spořitelny, a.s. byl na internetové stránce investicniweb.cz vyhodnocen jako jeden z nejvýnosnějších českých speciálních investičních fondů s výhledem pro rok 2015. Online ke zhlédnutí zde <http://www.investicniweb.cz/2014/12/18/top-fondy-pro-ceske-investory-na-rok-2015/#prettyPhoto>.

<sup>365</sup> Míkula, Ondřej. *Jak nový zákon upravuje fondy kvalifikovaných investorů*. Patria Online, 11. září 2013. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/2428255/jak-novy-zakon-upravuje-fondy-kvalifikovanych-investoru.html>.

<sup>366</sup> K vymezení termínu „kvalifikovaný investor“ viz článek 5.1.3 výše.



nabídnout investici retailovým investorům, pokud jejich počet nepřesáhne 20, případně investovat prostředky od retailového investora, pokud jde o rozhodnutí z jeho vlastního podnětu (tzv. *reverse solicitation*).<sup>367</sup> Omezení v nabízení retailu však vyváží výhody fondů kvalifikovaných investorů, kterými jsou zejména (i) široké možnosti jejich fungování, (ii) méně náročná správa fondů, (iii) efektivnější řízení investičních záměrů, (iv) menší kontrolní činnost vůči fondu od ČNB a (v) nižší daňová sazba (k daňovému režimu viz článek 2.3.5 níže). Zároveň mohou za určitých podmínek fondy kvalifikovaných investorů existovat jako fondy s jediným investorem (tzv. *single investors funds*) – pokud je investorem vybraná veřejnoprávní korporace nebo zástupce kvalifikovaných investorů.<sup>368</sup>

Pod množinu fondů kvalifikovaných investorů spadají i některé zahraniční typy alternativních fondů, jež některé z nich u nás až do implementace AIFMD do ZISIF stály zcela mimo právní úpravu - těmi jsou např. zajišťovací fondy (tzv. *hedgové* fondy) a fondy soukromého kapitálu (tzv. *private equity* fondy). Hedgové fondy, původem ze Spojených států, jsou považovány za fondy s nejvyšším investičním rizikem, které usilují o absolutní výnos nezávislý na vývoji kapitálových trhů či momentální ekonomické situaci. Investiční strategie jsou postaveny na pákovém efektu (tzv. *leverage*) a krátkém prodeji (tzv. *short selling*) a investují do všech druhů investičních nástrojů. Private equity fondy se zaměřují na financování malých a středních kapitálových společností, které nejsou veřejně obchodovatelné, a nabízejí zajímavé možnosti svého budoucího růstu či potenciál pro vysokou ziskovost v předmětu podnikání. Tyto investice jsou většinou dlouhodobého charakteru, proto předpokládám, že by se do budoucna mohly v praxi vyskytovat ve formě ELTIF (o nichž pojednávám v článku 7.4 níže).

### 7.3 EuVECA a EuSEF

Přímo aplikovatelná nařízení Evropského parlamentu a Rady přinesla v roce 2013 regulaci některých alternativních fondů jako výjimku z právního rámce AIFMD<sup>369</sup>. Nařízení EuVECA<sup>370</sup>, upravující fungování fondů rizikového kapitálu, a

---

<sup>367</sup> § 295 ZISIF a článek 5.1.5 výše.

<sup>368</sup> § 95 odst. 2 ZISIF.

<sup>369</sup> Čl. 3 odst. 2 písm. b) AIFMD.

<sup>370</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013, o evropských fondech rizikového kapitálu (*EuVECA - European Venture Capital Funds*).

nařízení EuSEF<sup>371</sup>, regulující fondy sociálního podnikání, poskytují investičním fondům spadajícím do jejich úpravy možnost získání evropského pasu při dodržení mírnějších požadavků, než jsou kladeny na alternativní fondy podle AIFMD.

Fondy EuVECA a EuSEF jsou podle ZISIF považovány za fondy kvalifikovaných investorů s regulací obdobnou jako pro podlimitní fondy<sup>372</sup>. Odlišnosti podle nařízení EuVECA a EuSEF jsou dány zejména výše uvedenými specifickými investičními aktivy a omezenou investiční strategií – tyto fondy totiž musí investovat minimálně 70 % majetku obhospodařovaného v rámci fondu do malých a středních podniků (v případě EuVECA) nebo do tzv. sociálních podniků (v případě EuSEF). Fondy EuVECA a EuSEF jsou však určeny pouze pro podlimitní správce. V případě přesažení rozhodného limitu se tak nevyhnou plné regulaci podle AIFMD.

V současné době ještě tato forma investičních fondů není velmi rozšířená, což prokazuje i centrální registr fondů EuVECA a EuSEF vedený orgánem ESMA. Momentálně je v souladu s výše uvedenými nařízeními registrovaných 26 fondů EuVECA a 3 fondy EuSEF.<sup>373</sup>

#### 7.4 ELTIF

Zcela novým typem investičních fondů budou od konce letošního roku<sup>374</sup> evropské investiční fondy dlouhodobých investic (*European Long-Term Investment Funds*) (**ELTIF**), jež byly zavedeny v květnu 2015 přijetím nařízení o ELTIF (**Nařízení ELTIF**)<sup>375</sup>. Fondy ELTIF slouží primárně pro uzavřené dlouhodobé investice do určitých typů nelikvidních aktiv za účelem podpory menších a středních podniků, společností nekótovaných na burze či infrastrukturních projektů.<sup>376</sup> Tím mají být hlavně projekty energetické, dopravní či komunikační infrastruktury, projekty nemovitostní a

---

<sup>371</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013, o evropských fondech sociálního podnikání (*EuSEF – European Social Entrepreneurship Funds*).

<sup>372</sup> Podle § 96 ZISIF jsou za fondy kvalifikovaných investorů považovány i fondy EuVECA a EuSEF a podle § 28 ZISIF se některá ustanovení nařízení EuVECA a EuSEF obdobně aplikují na podlimitní fondy.

<sup>373</sup> Centrální registr fondů EuVECA a EuSEF vede orgán ESMA v souladu s čl. 17 Nařízení EuVECA a čl. 18 Nařízení EuSEF. Stav počtu registrovaných subjektů je platný ke dni 14. října 2015. Centrální registr online ke zhlédnutí zde <https://www.esma.europa.eu/page/Venture-Capital-and-Social-Entrepreneurship-Funds>.

<sup>374</sup> Účinnost Nařízení ELTIF je stanovena na 9. prosince 2015.

<sup>375</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 2015/760 ze dne 29. dubna 2015, o evropských fondech dlouhodobých investic (*ELTIF – the European Long Term Investment Funds*).

<sup>376</sup> Čl. 1 preambule Nařízení ELTIF.

projekty na podporu vědy a výzkumu či vzdělávání, které v praxi často spoléhají na přísun kapitálu až do ukončení jejich realizace anebo po určitou dobu. Mezi způsobilá investiční aktiva tak patří kapitálové, kvazi-kapitálové nástroje, dluhopisy, úvěry a půjčky, podílové jednotky či přímá a nepřímá účast na společnosti, které splňují podmínky stanovené pro tzv. „kvalifikovaný podnik“.<sup>377</sup> Investiční strategie fondů ELTIF je podobná jako u EuVECA a EuSEF – ELTIF musí 70 % svého kapitálu investovat do způsobilých investičních aktiv. Zbýlých 30 % kapitálu může tento fond využít k investicím i do likvidních aktiv.<sup>378</sup>

Nařízení ELTIF tak doplňuje evropský investiční trh o alternativní fondy pro veřejnost – vedle speciálních fondů podle ZISIF tak bude existovat alternativa pro dlouhodobé investování vhodná pro retailové investory, avšak s flexibilitou fondů kvalifikovaných investorů. Omezením pro investory však bude výše investice – shromáždění investic do fondů ELTIF bude stanoveno na minimální investici 10 000 eur (přibližně 271 tisíc Kč)<sup>379</sup>.

## 7.5 Správa srovnatelná s obhospodařováním

Absolutní výjimkou ze systému právní úpravy investičních fondů podle ZISIF a AIFMD je tzv. *správa majetku srovnatelná s obhospodařováním* podle § 15 ZISIF. V tomto případě se jedná o situaci, kdy osoba (správce) obhospodařuje určitý majetek shromážděný od investorů obdobně jako obhospodařovatel investičního fondu, avšak pouze na základě živnostenského či obdobného oprávnění. Správce podle § 15 ZISIF tak ve své činnosti prakticky funguje jako fond kvalifikovaných investorů (ke kterému má ze své povahy nejbliže), stojí však zcela mimo regulaci investičních fondů. § 15 ZISIF je tak jedinečným institutem, který si zaslouží náležitou pozornost.

Původem tohoto režimu je článek 3 AIFMD, který stanovuje diskreci členských států pro právní úpravu podlimitních fondů. Správce podle § 15 ZISIF však není podlimitním fondem, ale osobou upravenou pro fungování v mezích druhého odstavce článku 3 AIFMD, který stanovuje rozhodný limit. Pro zařazení se pod množinu správců podle § 15 ZISIF tak musí dotčená osoba, jejíž úmyslem je provádět činnost v tomto režimu, naplnit čtyři základní kritéria: (i) registrovat se (před faktickým zahájením své

---

<sup>377</sup> Čl. 10 a 11 Nařízení ELTIF.

<sup>378</sup> Čl. 13 Nařízení ELTIF.

<sup>379</sup> Přepočtení měny podle kurzu vyhlášeného ČNB dne 28. listopadu 2015.

činnosti) ve speciálním seznamu vedeném ČNB<sup>380</sup>, (ii) obhospodařovat objem majetku nepřesahující rozhodný limit, (iii) nenabízet investice veřejnosti, a (iv) plnit některé informační povinnosti stanovené v ZISIF a souvisejících sekundárních předpisech<sup>381</sup>. Účel tohoto atypického institutu je očividný – má umožnit správcům investičních fondů, kteří provádějí činnost kolektivního investování v rámci svých běžných podnikatelských aktivit, a to v takových objemech a způsobem, který není schopen jakkoli ovlivnit finanční trh a jeho stabilitu, vykonávat tuto činnost bez nesmyslně zatěžujících požadavků regulace sloužící pro významné investiční subjekty kapitálového trhu. I sám český regulátor totiž předpokládá, že tyto osoby obhospodařují prostředky v objemech, které „nemohou představovat systémové riziko“.<sup>382</sup>

Fungování správce podle § 15 ZISIF je tak velmi flexibilní - touto osobou může být např. společnost fungující obdobně jako samosprávný fond či „správce“, který obhospodařuje „fond“ v různých právních formách (s výjimkou právních forem určených výhradně pro investiční fondy, např. akciová společnost s proměnným kapitálem či komanditní společnost na podílové listy). Další výhodou je prakticky neomezená investiční strategie - správce je pouze povinen poskytnout ČNB krátký popis strategie pro určení rozhodného limitu (zda se uplatní limit ve výši 100 000 000 eur nebo 500 000 000 eur). V řízení o zapsání do seznamu podle 596 písm. f) totiž ČNB neprozkoumává platnost a pravdivost doložených dokumentů<sup>383</sup> a kromě zmíněných informačních povinností, které subjekt ČNB průběžně plní, bez ohlášení osoby, která má na prozkoumání tohoto subjektu oprávněný zájem, by ČNB do jeho fungování prakticky neměla zasahovat. Správci podle § 15 ZISIF je také umožněn *opt-in* do režimu regulace, tak jako podlimitním fondům, což však z logiky věci vyvolává u tohoto subjektu vyšší administrativní náročnost.

Jak jsem již uvedla v článku 2.3 výše, je nutné zdůraznit, že tato entita není obhospodařovatelem ani investičním fondem a nesmí označení „investiční společnost“ či „investiční fond“ uvádět ve svém názvu, obchodní firmě či jakémkoli sdělení tak, aby z nich mohlo vyplynout, že jde o investiční fond. Důvodem je možná zaměnitelnost

---

<sup>380</sup> Osoby podle § 15 ZISIF jsou povinny zapsat se v seznamu podle § 596 písm. f) ZISIF.

<sup>381</sup> Osoba podle § 15 ZISIF je povinna informovat ČNB přes aplikaci SDNS (aplikace pro sběr dat ČNB) na základě § 4 vyhlášky č. č. 249/2013 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance.

<sup>382</sup> ČNB. *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF)*. Praha: ČNB, 25. listopadu 2013.

<sup>383</sup> § 503 odst. 3 ZISIF.

s regulovanými subjekty - ZISIF totiž stanoví, že ČNB nepůsobí nad správcem podle § 15 ZISIF jako orgán dohledu. Proto tato osoba nesmí nikde uvádět, že jde o regulovaný subjekt, a to ani způsobem, ze kterého by bylo možné tuto informaci dovodit. Ve všech svých smlouvách, fakturách a jiných dokumentech, propagačních či informačních sděleních, internetových stránkách či jiných informacích pro třetí osoby musí tato osoba uvádět, že ČNB nad ní nevykonává dohled. To se vztahuje i na jakýkoliv údaj, který může „vzhledem k okolnostem a souvislostem, za nichž byl učiněn, vést k závěru, že [ČNB] nad ní nebo nad výkonem její činnosti vykonává dohled“.<sup>384</sup> Tento závěr zákonodárce je však sporný. I když musí tato osoba prakticky všude tvrdit, že ČNB není jejím orgánem dohledu, realita je odlišná. Fakticky totiž ČNB nad touto osobou dohled (i když jen omezený) vykonává. To může mezi několika mála subjekty<sup>385</sup>, které na českém trhu působí v rámci § 15 ZISIF, či osobami, jež v tomto režimu působit plánují, vyvolat nepříliš pozitivní reakce - tento nezanedbatelný problém by totiž mohl mít vliv na jejich podnikání, které se z důvodu „neregulace“ může klientům jevit jako rizikovější než ve skutečnosti vlastně je. Bližší rozbor této problematiky popisují v článku 8.2.4 níže.

## 8. PROBLÉMY REGULACE A NÁVRHY JEJICH ŘEŠENÍ

### 8.1 Kritika AIFMD

#### 8.1.1 Složitost a vysoké náklady regulace

Přijetí regulace alternativních fondů doprovázela od počátku legislativního procesu ostrá kritika ze strany do té doby neregulovaných subjektů. Výčitky směřovaly zejména k přílišné složitosti a nepřehlednosti nové úpravy a s ní spojenými vysokými náklady.<sup>386</sup> Právě ty byly a zůstávají jedněmi z nejdiskutovanějších témat zejména mezi lobbyisty z řad obhospodařovatelů hedgeových fondů a fondů private equity.

Již rok po uplynutí lhůty pro implementaci AIFMD do právních řádů členských států (22. července 2014) mělo až 43 % všech dotázaných obhospodařovatelů hedge fondů obavy primárně z vysokých nákladů spojených s požadavky AIFMD, u

---

<sup>384</sup> § 637 odst. 1 ZISIF.

<sup>385</sup> Ke dni uzavření této práce figurovalo v seznamu osob podle § 15 ZISIF vedeném ČNB 13 subjektů.

<sup>386</sup> Prequin. *Global Hedge Fund Managers Respond to the AIFMD*. Červenec 2014. Citace z anglického originálu „some critics of the new regulations have said they increase cost and complexity“. <https://www.prequin.com/docs/reports/Prequin-Special-Report-Hedge-Fund-Managers-Respond-to-AIFMD-July-14.pdf>.

obhospodařovatelů hedge fondů v EU (s výjimkou Velké Británie) byl tento poměr navýšen až na 53 %. Tento ohlas na rizika spojená s vysokou nákladovostí byl doprovázen také správci ze třetích zemí, jako např. z Asie či jiných zemí mimo Spojené státy a Evropu. Podle výsledků zjištění dopadů nové evropské regulace na správce alternativních fondů přinesla AIFMD nezanedbatelný negativní dopad na náklady, které byly označeny jako „*all-time high*“.<sup>387</sup>

### 8.1.2 Otázka budoucnosti alternativních fondů v EU

Mezi diskutované vlivy doteď patří i kontroverzní názory na možné následky transpozice AIFMD na vývoj alternativních investic. Do budoucna by totiž komplikované a nákladné požadavky mohly značně snížit počet správců alternativních fondů, a to jak z EU, tak ze třetích zemí, a ovlivnit jejich konkurenceschopnost na celém evropském trhu. Výsledky průzkumů<sup>388</sup> ukázaly, že velké množství správců ze třetích států po přijetí AIFMD upřednostnilo možnost nenabízet své investice aktivně v EU, ale zůstat u nabízení v režimu *private placement* či využívat shromažďování prostředků formou *reverse solicitation*.<sup>389</sup>

Domnívám se, že nezanedbatelným důvodem pro nedůvěru třetích zemí je ve vztahu k nabízení investic v rámci EU i nedostatečná implementace pravidel AIFMD do právních řádů členských států. Komplikovaný regulační rámec totiž ani rok po uplynutí implementační lhůty nepřevzalo do svých národních řádů sedm členských států<sup>390</sup>, třem z nich dokonce v prosinci 2014 roku vydala Evropská komise formální varování pro nesplnění povinností stanovených evropským právem<sup>391</sup>. Prvním státem, který transponoval všechna pravidla, byla ještě v roce 2013 Malta, posledním bojovníkem s regulací Polsko.

---

<sup>387</sup> Prequin. *Hedge Fund Manager Concerns about the AIFMD Are at Highest Level Recorded*. 17. července 2014. <https://www.prequin.com/docs/press/AIFMD-Jul-14.pdf>.

<sup>388</sup> Průzkumy společnosti Prequin, která je hlavním zdrojem informací pro oblast alternativních investic, a která provádí údaje a analýzy z online databází, publikací a průzkumů na žádost ([www.prequin.com](http://www.prequin.com)).

<sup>389</sup> Prequin. *Hedge Fund Manager Concerns about the AIFMD Are at Highest Level Recorded*. 17. července 2014. <https://www.prequin.com/docs/press/AIFMD-Jul-14.pdf>.

<sup>390</sup> Ke dni 22. července 2014 nesplnily podle společnosti KPMG implementační povinnost následující členské státy: Litva, Polsko, Portugalsko, Rumunsko, Slovinsko, Španělsko, Island a Norsko. <http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/AIFMD-Transposition-overview-22-July-2014.pdf>.

<sup>391</sup> Evropská komise vydala varování Litvě, Polsku a Španělsku [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-2130\\_da.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-2130_da.htm).

Přes neustálé rozpory regulace s investiční praxí však očividně nejsou čtyři roky od přijetí AIFMD a měsíce od celkové implementace do právních řádů členských států dostatečnou dobou pro vyslovení závěru, zda v poměru diskutovaných aspektů tohoto obsáhlého plánu nakonec převážila negativa zmiňovaná odpůrci regulace či pozitiva vyplývající z ušlechtilých cílů evropského zákonodárce.

## **8.2 Problematické body regulace v ZISIF**

### **8.2.1 Problémy české úpravy**

Tak jako evropská úpravní úprava, i ZISIF se již od počátečních kroků zákonodárce k přijetí úpravy nahrazující ZKI potýkal s výraznou kritikou. Zásadních argumentů k prepracování návrhu, který byl v roce 2013 přijat, se sešlo mnoho, zmíním však jen nejdůležitější z nich.

Za prvé byla (a stále je) ZISIFu vyčítána vysoká komplikovanost celého díla, která i podle slov Ministerstva financí přináší adresátům tohoto předpisu „zbytečnou administrativní zátěž“<sup>392</sup>. Odkazování na různé části zákona či jiných předpisů často ztrácí prvotní zkracovací účel a způsobuje velkou nepřehlednost, která je pro adresáty těchto norem v praxi často neuchopitelná. Velmi zmatečné části nabízí například úprava přeshraničního nabízení investic v hlavě II části deváté ZISIF, která upravuje současně neúčinný režim nabízení investic mimounijními obhospodařovateli či do mimounijních fondů hned vedle účinné přechodné úpravy. To způsobuje nejen zbytečnou rozsáhlost zákona ale ani po bližším zkoumání není jeho adresátovi jasné, že část tohoto zákona v současnosti vůbec není využitelná. Odkaz na neúčinnost částí ZISIF totiž nalezneme až na konci zákona v části šestnácté a to bez zjevného odkazu na tento paragraf. Zjednodušením mohlo být nezahrnutí celé této neúčinné části přeshraničního nabízení a obhospodařování (odkazující v celém textu zákona na neúčinné instituty) do znění ZISIFu a ponechání samostatné úpravy na sekundární předpis či budoucí novelu, která bude muset být i přes tyto „přípravné části“ v roce 2019 bezpochyby přijata v návaznosti na aktivaci Evropských pasů pro mimounijní obhospodařovatele (více viz článek 5.2 výše).

Nepřehlednost je ale způsobena i dalšími aspekty, a to např. rozdílnými pravidly vyplývajícími z různých směrnic - z UCITS pro standardní fondy a z AIFMD pro fondy

---

<sup>392</sup> Důvodová zpráva ke Druhé novele ZISIF, s. 92.

alternativní. Jelikož se v ZISIF „bijí“ dvě směrnice s poměrně odlišným postojem k výsledným pravidlům, nezdá se koncept jednoho zákona jako zdárné řešení. Již v procesu přijímání ZISIF bylo v rámci připomínkového řízení navrženo přehodnocení konceptu ZISIF tak, aby byla úprava alternativních fondů vydělena do zcela samostatného zákona (jak je tomu např. ve Švédsku či Velké Británii)<sup>393</sup>, která by mohla přesněji reflektovat odlišnosti standardních fondů a pravidel vyplývajících ze směrnice UCITS od pravidel AIFMD. Bohužel tyto žádosti nebyly vyslyšeny.<sup>394</sup>

Dalším problémem je nadměrná a nedůvodná preskriptivnost zákona. ZISIF totiž často i ve vztazích, které by měly působit na soukromoprávní bázi (např. zakladatelské dokumenty fondů), poskytuje bez objektivních důvodů přísná kogentní pravidla. To nedává valný smysl zejména v případě fondů kvalifikovaných investorů, kde není na místě přehnaná regulace pro ochranu široké veřejnosti. Negativním následkem tak přísné úpravy by mohlo být znemožnění „*optimální nastavení struktury a fungování fondů mezi investory a správci*“.<sup>395</sup>

### 8.2.2 *Chybějící definice a terminologická nejednotnost*

Dlouhotrvajícím problémem právní úpravy kolektivního investování v českém právu jsou chybějící definice podstatných termínů této úpravy či nenavazující vymezení některých pojmů. Ve snaze transponovat veškeré povinnosti v rámci AIFMD český zákonodárce při vytváření ZISIF očividně opomenul některé nedostatky předchozí úpravy ZKI i navazujícího předpisu ZPKT, které v praxi působily značné problémy. Většinu z nich nevyřešila ani první novela ZISIF,<sup>396</sup> a ani současný návrh druhé novely ZISIF tyto nesrovnalosti neadresuje.<sup>397</sup>

Jak již bylo zmíněno v článku 5.1.2 výše, i když ZISIF často nakládá s různými pojmy jako např. „investiční fond“, „veřejnost“, „nabízení veřejně“, či rozhodnutí „z vlastní iniciativy“, český právní řád jasnou definici těchto pojmů nikde neposkytuje.

<sup>393</sup> Na základě doporučení ESMA implementovalo velké množství členských států EU AIFMD do samostatných zákonů oddělující regulaci alternativních fondů od standardních fondů. Patří mezi ně např. Velká Británie, Švédsko, Dánsko, Rakousko, Belgie, Finsko, Litva, Rumunsko či Chorvatsko. Seznam členských států EU a stav implementace k březnu 2015 online ke zhlédnutí zde: [http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Global%20Private%20Equity/AIFMD\\_I mplementation\\_Overview\\_Jul14.pdf](http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Global%20Private%20Equity/AIFMD_I mplementation_Overview_Jul14.pdf).

<sup>394</sup> Bod 1.4 odst. 3 Stanoviska CVCA.

<sup>395</sup> Bod 1.3 Stanoviska CVCA.

<sup>396</sup> První novela ZISIF upřesnila některé nesrovnalosti mezi AIFMD a její implementací do ZISIF.

<sup>397</sup> Návrh druhé novely ZISIF, který ke dni uzavření této práce čeká na druhé čtení v poslanecké sněmovně.



Neuvážené se zdá být právě opomenutí charakteristiky „investičních fondů“, jako základního pojmu celé regulace, kdy se ZISIF místo řádné definice (jak je např. u investiční společnosti) spokojil pouze s ne zcela praktickou negativní definicí v § 2 a 2a ZISIF. Tyto nedostatky platí i pro vymezení „alternativních fondů“. Nikde v ZISIF nenajdeme nejen definici, ale ani zmínku o alternativních fondech či alternativních investicích, a to navzdory požadavku ESMA na jasné vymezení členskými státy po vzoru AIFMD.<sup>398</sup> Problémy prostupují celým zákonem a navazují i na zmíněný ZPKT. Právě při definici „veřejnosti“ a „nabízení veřejně“ podle ZISIF se analogicky odkazuje na úpravu ZPKT, která ale také nedefinuje veřejnost jednoznačně.<sup>399</sup> Na objasnění tohoto pojmu slouží pouze neaktuální (již několikrát v této práci zmíněné) stanovisko ČNB k pojmu „veřejnost“, závazné sice silou autority, ale i to k již neplatnému ZKI.

To platí i pro pojem vysvětlující existenci české verze *reverse solicitation* podle § 296 ZISIF - tedy investice z podnětu investora. Jak již bylo zmíněno v článku 5.1.5, žádný právní předpis či stanovisko regulátora nerozvádí, co se pod pojmem „vlastní podnět“ rozumí.<sup>400</sup> Obecně by bylo možné dovodit, že za vlastní podnět bude považováno vše, co nespadá pod pojem nabízení veřejně a *private placement*. Je tedy nevyhnutelné alespoň rámcově vymežit dotčené pojmy nebo vydat aktuální stanovisko ČNB, které by svoje názory přizpůsobilo platné legislativě i současné době vyspělých komunikačních technologií. Bez těchto definic stojí totiž praxe na nejistém základě.

Při výkladu některých problematických částí (např. zmíněné složité části deváté ZISIF o nabízení investic), narážíme na významnou terminologickou nejednotnost způsobenou právě nedostatečnou charakteristikou různých institutů, kdy pod jedním vágním pojmem nacházíme několik významů. To nalezneme např. u výše uvedeného pojmu „nabízení veřejně“ - ten lze totiž za určitých okolností vyložit jako (i) nabízení retailovým investorům, (ii) nabízení všem investorům anebo (iii) způsob nabízení prostřednictvím veřejně přístupných zdrojů. Nedostatečnou definicí disponuje i samotný pojem „nabízení“ v § 294 ZISIF - není totiž jasné co je považováno za „nabízení“ ve smyslu § 294 ZISIF, a naopak jaká aktivita pod příslušnou definicí nespadne a bude

---

<sup>398</sup> Z důvodu vyloučení nejasností při zařazení subjektů pod alternativní fondy doporučil orgán ESMA ve svém dokumentu zaměřeném na výklad klíčových pojmů a vysvětlení fungování AIFMD z února roku 2012 členským státům začlenění přesné definice při transpozici směrnice do národních úprav. Viz článek 2.1.2 výše.

<sup>399</sup> § 34 odst. 1 ZPKT.

<sup>400</sup> Mikula, Ondřej. *Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. Díl*. Patria Online, 16. října 2013.

považována za investici z podnětu investora<sup>401</sup>. Tato hranice je sice teoreticky těžko určitelná, avšak v době časté migrace investorů a vyspělých komunikačních technologií je překvapením, že se český zákonodárce ani regulátor nezabývali alespoň částečnou konkretizací činností považujících se za nabízení v případě komunikace přes internet, sociální média (*Facebook, Twitter, Linked In, Youtube* a další) či v zahraničí často využívaných způsobů tzv. *fly-in* a *fly-out*<sup>402</sup>. Nedostatek jasnějších definic může být z pohledu praxe problematický zejména při hraničním určování aspektů, které do konkrétního pojmu spadají.

### 8.2.3 Nejasnosti při rozlišení typů investorů

Zmatečné je také rozlišování typů investorů, kteří jsou pro kolektivní investování relevantní. Jak uvádím v článku 5.1.3 výše, AIFMD rozděluje investory na „profesionální“, jimiž jsou typy klientů podle výčtu Přílohy II MIFID (transponované do § 2a a § 2b ZPKT) a „neprofesionální“, jimiž jsou ostatní investoři, jež AIFMD považuje za investory retailové. ZISIF ale nakládá s pojmy kvalifikovaných investorů podle § 272 odst. 1 ZISIF a „veřejností“, která není jasně definována. Problém nastává opět v oblasti nabízení investic, kdy § 295a prakticky rozlišuje mezi „kvalifikovanými investory“ a „veřejností“, z čehož lze vyvodit, že typy investorů podle regulace kolektivního investování budou rozděleny na „kvalifikované“ a „retailové“. Poté ale v části deváté opět nacházíme odkazy na možnosti přeshraničního nabízení výlučně profesionálním investorům. To je způsobeno přesným převzetím znění z AIFMD. Pokud ale český zákonodárce nenavázal na rozdělení investorů podle AIFMD, zdá se nelogické přebírat rozdělení podle AIFMD pouze pro část přeshraničního nabízení. Ustanovení přeshraničního nabízení neprofesionálním (retailovým) investorům podle již zmíněného článku 43 AIFMD ponecháno v diskreci členských států, která byla tímto způsobem v ZISIF využita. Jak již bylo zmíněno v článku 5.1.3 výše, kvalifikovaní investoři jsou zjednodušeně profesionální investoři podle ZPKT a retailoví investoři, kteří splní podmínku investice ve výši 125 000 eur a prohlásí svojí „kvalifikovanost“. Přeshraniční nabízení alternativních fondů, které nelze nabízet laické veřejnosti, tak

---

<sup>401</sup> § 295 ZISIF.

<sup>402</sup> Nabízením typu *fly-in* a *fly-out* se rozumí nabízení investic, kdy se nabízející osoba dostaví z domovského státu do jiného státu k nabízení investic do alternativního fondu (*fly-in*), a nebo nabízí v tomto státě bez toho, aby se z domovského státu k nabízení vypravila formou nabízení na dálku (*fly-out*).

opět zůstává dostupné pouze institucionálním investorům nebo osobám splňujícím přísné požadavky pro zařazení mezi tzv. profesionální investory na žádost.<sup>403</sup>

S vymezením investorů souvisí i dlouhodobá úvaha, zda by po vzoru jiných jurisdikcí neměla být pro zaktraktivnění investic rozšířena variabilita typů investorů či alespoň snížena hranice investičního minima pro kvalifikované investory podle § 272 odst. 1 písm. h) a i) ZISIF. Např. Malta, jako jeden z členských států s vhodným regulatorním zázemím pro investiční fondy, rozlišuje pro účely investic do fondů profesionálních investorů (*professional investment funds*) mezi tzv. (i) *experienced investors*, tj. investory s dostatečnými vědomostmi a zkušenostmi pro investování, kterým stanovuje minimální hranici 10 000 eur, (ii) *qualifying investors*, tj. investory, kteří drží aktiva v hodnotě 750 000 eur a minimální výše investice činí 75 000 eur, a (iii) *extraordinary investors*, kterými jsou investoři splňující podmínku držení aktiv v hodnotě 7 500 000 eur a minimální investicí 750 000 eur. Snaha o zpřístupnění investic i „menším“ kvalifikovaným investorům na českém trhu je již také patrná – návrh Druhé novely ZISIF byl po projednání Rozpočtovým výborem doplněn o nový typ kvalifikovaného investora s investicí začínající na 1 mi. Kč. Podmínkou však bude nejen prohlášení kvalifikovaného investora, ale také prohlášení administrátora fondu, že investice takového investora „odpovídá finančnímu zázemí, investičním cílům a odborným zkušenostem a znalostem v oblasti investic investující osoby“.<sup>404</sup> Pokud Druhá novela ZISIF v tomto znění projde Parlamentem, mohlo by mít rozšíření typologie investorů pozitivní dopad na vhodnější uzpůsobení investiční strategie a struktury k dosažení účelu činnosti konkrétního fondu.

#### **8.2.4 „Neregulace“ činnosti podle § 15 ZISIF**

„Správa srovnatelná s obhospodařováním“ podle § 15 ZISIF, o které bylo pojednáno v článku 7.5 výše, je i mezi úpravami ostatních členských států ojedinělým institutem, který nevyplývá přímo z podmínek AIFMD a není ani vyjádřením kontinuity s neplatným ZKI. Podmínkami vyjádřenými v jednom paragrafu o třech odstavcích

<sup>403</sup> Podle § 2b ZPKT může být osoba, která není profesionálním zákazníkem podle § 2a ZPKT, posuzovaná jako profesionální zákazník, pokud splní zákonné požadavky.

<sup>404</sup> Návrh Druhé novely ZISIF byl dne 11. listopadu 2015 doplněn Rozpočtovým výborem po přerušení pojednávání v prvním čtení o odkazy na nové typy alternativních fondů ELTIF a nový typ kvalifikovaného investora v § 272 ZISIF. Doplněný návrh online k zhlédnutí zde <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=7&ct=571&ct1=2>.

vytvořil ZISIF do doby jeho přijetí neznámý a zcela specifický institut, který ale v praxi vyvolával množství otázek. Nebylo totiž jasné, jakým způsobem může taková osoba fungovat, jaké povinnosti je možné na ni analogicky vztáhnout (analogie je v české úpravě kolektivního investování častým jevem) a případně jaké existující osoby mají povinnost k zápisu do seznamu těchto osob. V praxi bylo uvažováno o zápisech některých osob jen „pro jistotu“.

Až koncem listopadu 2014 vydala ČNB stanovisko, kterým vysvětlila základní koncept a cíle úpravy § 15 ZISIF, bez kterého by podmínky fungování osob spadajících pod tento paragraf nebylo možné bez komplikovaných výkladů nebo odhadů vyčíst.<sup>405</sup> Na jeho základě je již jasné, že činnost osoby podle § 15 ZISIF věcně odpovídá činnosti podlimitního fondu kvalifikovaných investorů, avšak bez zákonných požadavků pro činnost, výši kapitálu a dalších podmínek, pouze s registrační povinností a částečnými informačními povinnostmi. Pojem „zařízení“, který ZISIF v souvislosti s § 15 užívá, označuje formu, ve které je majetek spravován, bez ohledu, zda je institucionalizovaná nebo ne, pokud věcně naplňuje znaky alternativního fondu resp. majetku odpovídajícího investičnímu fondu. Tato osoba ale není obhospodařovatelem fondu ani samotným fondem a, jak tvrdí zákon výslovně, ČNB nad ní nevykonává dohled<sup>406</sup> - tato osoba je povinna všude uvádět informaci, že nepodléhá regulaci ČNB (uvádím v článku 7.5 výše). To však není úplně pravda. Jak totiž ZISIF stanoví, je to právě ČNB, která rozhoduje o zápisu do seznamu osob podle § 15, která vede tento seznam, které je osoba podle § 15 povinna reportovat informace podle podmínek ZISIF a která kontroluje dodržování předpisů při její činnosti. Také na návrh ČNB může soud tuto osobu zrušit.<sup>407</sup>

Podle § 2 odst. 2 zákona o ČNB (**Zákon o ČNB**), ČNB vykonává dohled nad osobami vypočtenými v § 44 odst. 1 stejného zákona. Tento výčet je demonstrativní a mohou pod něj spadat i další osoby, o kterých tak stanoví předpisy upravující oblast kapitálového trhu.<sup>408</sup> § 44 odst. 2 Zákona o ČNB poté vymezuje činnost ČNB, kterou zákon pod termín dohled zahrnuje. Ve výčtu činností najdeme registraci subjektů, kontrolu nad dodržováním zákonů a vyhlášek vydaných ČNB, získávání informací

---

<sup>405</sup> ČNB. *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF)*. Praha: ČNB, 25. listopadu 2013.

<sup>406</sup> § 637 odst. 1 ZISIF.

<sup>407</sup> § 15 odst. 3 ZISIF.

<sup>408</sup> § 44 odst. 1 písm. b) Zákona o ČNB.

potřebných pro výkon dohledu podle jiných právních předpisů a jejich vymáhání či ukládání sankcí. Všechny tyto povinnosti se vztahují i na osobu podle § 15 ZISIF, která se registruje v seznamu vedeným ČNB<sup>409</sup>, je povinna poskytovat informace a výkazy ČNB podle vyhlášky o oznamování údajů<sup>410</sup>, ČNB je oprávněna uložit této osobě sankci<sup>411</sup>, případně navrhnout soudu její zrušení. Důvody pro návrh na zrušení v § 15 odst. 2 ZISIF neuvádí, ale předpokládám, že ČNB navrhne soudu její zrušení v případě, že tato osoba porušuje zákonné požadavky, tedy ČNB sleduje dodržování zákona při činnosti této osoby. Na základě výše uvedeného se domnívám, že pravidlo podle § 637 odst. 1 ZISIF, že osoba podle § 15 ZISIF nesmí uvádět informaci, že podléhá dohledu ČNB, nemá logické opodstatnění. Naopak, nedává žádný smysl, aby zákonodárce vytvořil institut, který by podle jazyka zákona neměl podléhat regulaci a poté jej reguloval obdobným způsobem jako ostatní entity. Osobě podle § 15 ZISIF zákon stanovuje minimální požadavky, a proto je i dohled ČNB prováděn v menší míře – to ale neznamená, že není prováděn vůbec. Dle mého názoru by měl český zákonodárce přehodnotit ustanovení povinnosti prohlašovat, že tyto entity nejsou regulovány, a to alespoň zmírněním znění § 637 odst. 1 ZISIF v tom smyslu, že tyto osoby podléhají regulaci v nižší míře, příp. že se na ně vztahuje dohled ČNB pouze pro určité případy. Výslovné teoretické vyjmutí z dohledu za jeho praktického provádění je totiž nejen zátěží pro běžné fungování entit, které by se měly řídit víceméně podmínkami pro běžné podnikání, ale i omezování jejich podnikání při upozornění potenciálních klientů, že nepodléhají regulaci. Tyto entity tak totiž mohou působit jako neregulované a vysoce rizikové, i když jejich činnost v rámci svého „nedohledu“ ČNB reálně sleduje.

### **8.2.5 Administrativní zátěž při outsourcingu činnosti u speciálních fondů**

Problematickým bodem ZISIF může být také pověření delegáta či sub-delegáta (tj. osoby odlišné od obhospodařovatele a administrátora) činností při správě speciálního fondu, kdy zákon stanoví povinnost uvádět informaci o pověření třetí osoby do statutu fondu. Nevymezení konkrétních činností, jejímž provedením bude pověřen delegát či sub-delegát, by totiž způsobil nemožnost pověřit tyto osoby výkonem

---

<sup>409</sup> § 596 písm. f) ZISIF.

<sup>410</sup> § 4 odst. 2 vyhlášky č. 249/2013 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu ČNB.

<sup>411</sup> § 616 odst. 4 ZISIF.

jakékoli z delegovaných činností. Jedinou možností by pak byla změna statutu, která povinně podléhá souhlasu ČNB, bez kterého by byla změna statutu neúčinná.<sup>412</sup> Problémem transpozice AIFMD do českého řádu však je, že zatímco ZISIF a příslušná vyhláška o statutu fondu kolektivního investování<sup>413</sup> stanoví povinnost uvádět ve statutu kromě identifikace činnosti i přesnou identifikaci pověřené osoby, AIFMD vyžaduje pouze uvedení způsobu, jak se tato informace oznámí investorům. Statut by měl tedy obsahovat vymezení konkrétních činností, které budou delegovány, nikoliv údaje konkrétních osob, které mohou u *outsourcingu* často podléhat změnám. Za současné úpravy bude totiž každá změna příslušného delegáta či sub-delegáta podléhat povinnosti změny statutu a jejím schválením ČNB, s čímž souvisí i další nadbytečné náklady za řízení k žádosti o schválení, které bude zpoplatněno podle zákona o soudních poplatcích<sup>414</sup>. Jak bylo uvedeno výše, tato povinnost se vztahuje na speciální fondy, nikoliv na fondy kvalifikovaných investorů.<sup>415</sup> Tato nadbytečná řízení patří k jednomu z častých problémů ZISIF, který z důvodů zahlcení ČNB i vytváření zbytečné zátěže účastníků pravděpodobně překoná několik dalších novel.

### **8.2.6 Další nejasnosti ohledně přeshraničního nabízení veřejnosti**

Jak jsem již zmínila v článku 5.2.3 výše, velmi nejasná je úprava přeshraničního nabízení retailovým investorům v rámci transpozice článků 36 a 42 AIFMD. AIFMD totiž v těchto člancích stanovila podmínky pro nabízení v rámci *private placementu* profesionálním investorům (ve smyslu Přílohy II MIFID) a nabízení neprofesionálům (retailu) ponechala podle článku 43 členským státům (viz článek 5.2 a článek 8.2.2 výše). Česká republika využila diskrece k povolení možnosti nabízet přeshraniční investice i veřejně, a to za podmínek srovnatelnosti se speciálním fondem (s možností nabízet retailu) podle § 297 ZISIF, nebo možnosti nabízet investice do fondů kvalifikovaných investorů (veřejně či neveřejně) za podmínky registrační povinnosti do seznamu podle § 597 odst. d) ZISIF. V souladu s článkem 5.2.3 výše byl článek 36 AIFMD transponován do § 318 a § 319 ZISIF, jež upravují možnosti nabízení investic českého a unijního obhospodařovatele do mimounijních fondů, a článek 42 AIFMD do

<sup>412</sup> Komentář ZISIF, s. 98, s. 182.

<sup>413</sup> § 6 vyhlášky č. 246/2013 Sb., o statutu fondu kolektivního investování.

<sup>414</sup> Zákon č. 549/1991 Sb., o soudních poplatcích, v platném znění.

<sup>415</sup> § 288 ZISIF upravující statut fondů kvalifikovaných investorů ve srovnání s podmínkami § 219 a § 220 ZISIF upravujících statut fondů kolektivního investování.

§ 316 a § 314 ZISIF, upravující nabízení mimounijních obhospodařovatelů do unijního a neunijního fondu.

Ze čtyř výše zmíněných ustanovení transponujících články 36 a 42 AIFMD však pouze § 316 ZISIF stanovuje, že je podle jeho podmínek možné nabízet investice do „zahraničního investičního fondu srovnatelného se speciálním fondem nebo s fondem kvalifikovaných investorů“, a to „ode dne, kdy je tento fond zapsaný v seznamu vedeném [ČNB]“<sup>416</sup>. Ostatní tři ustanovení používají pouze možnost nabízení investic do „zahraničního investičního fondu“<sup>417</sup> bez dodatku možné srovnatelnosti. V souvislosti s § 297 by bylo možné vyložit, že pokud bude fond podle § 316 ZISIF uznán jako srovnatelný se speciálním fondem, bude po zápisu do příslušného seznamu oprávněn nabízet investice široké veřejnosti (včetně retailu). To však není vymezeno v § 318, § 319 a § 324 ZISIF, které prostě stanoví, že zahraniční fondy mohou nabízet investice v České republice ode dne zápisu do seznamu ČNB podle § 597 písm. d) ZISIF (seznam fondů, do kterých mohou být investice veřejně nabízeny) a § 597 písm. e) ZISIF (seznam fondů do kterých mohou být investice nabízeny pouze v rámci *private placement*). To ale ještě nepřipouští možnost nabízení široké veřejnosti. Podle § 295a ZISIF mohou být investice nabízeny veřejně retailovým investorům pouze pokud zákon toto veřejné nabízení povolí, tzn. pro případ zahraničních fondů by musel být takový fond uznán jako srovnatelný podle § 297 ZISIF. Pokud ale podmínku srovnatelnosti stanoví pouze pro § 316 ZISIF, ostatní § 318, § 319 a § 324 ZISIF by pod tuto možnost spadat neměly a měly by zůstat v režimu podle AIFMD, tedy disponovat možností nabízet pouze kvalifikovaným investorům v režimu *private placement* podle § 295a ZISIF. Komentář ZISIF však k ustanovením § 318 a § 319 ZISIF stanoví, že jelikož zákon v dotčených paragrafech používá pouze termín „nabízet“ a nikoliv zda veřejně či v rámci *private placementu*, lze dovést, že tento termín zahrnuje oba režimy.<sup>418</sup> To je ale v rozporu se zněním § 295a. Tato ustanovení neurčují možnost srovnatelnosti a nemůže jim být povoleno veřejně nabízet retailovým investorům podle znění § 295a odst. 2 ZISIF. Odlišný postoj užívá Komentář ZISIF k § 324 ZISIF, kde ale bez širších argumentů zastává názor, že neunijní fond nabízený neunijním obhospodařovatelem nebude v souladu s § 297 oprávněn k nabízení retailu ale pouze kvalifikovaným

---

<sup>416</sup> § 316 odst. 1 ZISIF.

<sup>417</sup> § 318, § 319 a § 324 ZISIF.

<sup>418</sup> Komentář ZISIF, s. 769, s. 775.

investorům. Tyto postoje jsou velmi zmatečné a zákonodárce by měl zvážit doplnění příslušných paragrafů tak, aby bylo jasné, zda mohou či nemohou tyto fondy podléhat povolení nabízet retailovým investorům podle podmínek řízení pro srovnatelné speciální fondy.

### **8.2.7 SICAV**

Akciová společnost s proměnným kapitálem neboli SICAV (viz článek 6.2.3 výše) také vyžaduje nemalé úpravy. Tato nová právní forma se potýká s potížemi jako např. (i) zbytečná omezování vnitřní struktury výhradně na monistický systém bez závažných důvodů, (ii) nemožnost užívat v obchodní firmě zkratku SICAV, ale pouze dodatek „s proměnným základním kapitálem“, (iii) povinnost splacení základního kapitálu podle Zákona o obchodních korporacích, což omezuje společnost zbytečným držením neinvestičních aktiv, či (iv) tzv. *ringfencing* v případě uspokojení pohledávek z investiční činnosti.<sup>419</sup>

### **8.2.8 Daňový režim alternativních fondů**

Jak již bylo uvedeno v článku 2.3.5 výše, požadavky pro splnění podmínek pro nižší daňovou sazbu 5 % neumožňují využití všem typům investičních fondů. Přístup zákonodárce ke zdanění investičních entit se nicméně v praxi neukazuje rozumným. I když je propagovaným důvodem hlavně zamezení obcházení 19 % daňové sazby pro právnické osoby, které by mohly zastírat faktickou činnost investiční činností, zdají se být tato pravidla poněkud zbytečně striktní. Zůstává tak otázkou, jak si ZISIF poradí v případě fondů ELTIF, jež nespádají do kategorie „základního investičního fondu“<sup>420</sup>, přičemž ovšem jde nepochybně o investiční fond, který by měl z důvodů svého podporujícího účelu jistě podléhat daňovým výhodám. Zákon o dani z příjmů také terminologicky nevhodně stanovuje poplatníka „investiční fond“.<sup>421</sup> Jelikož jsou povinnosti pro činnost fondu stanoveny podle ZISIF pro obhospodařovatele fondů, bylo by jeho vhodnějším označením „obhospodařovatel základního investičního fondu“ s podmínkou odvodů za každý takový základní investiční fond.

---

<sup>419</sup> Ringfencing je oddělení části aktiv nebo zisků, které jsou finančně samostatné. V této souvislosti je investiční majetek fondu oddělen od dalšího majetku obhospodařovatele a pohledávky vůči majetku z jiné než investiční činnosti se tak z odděleného investičního majetku nemohou uspokojovat.

<sup>420</sup> § 17b Zákona o daních z příjmů.

<sup>421</sup> § 17 odst. 1 písm. c) ZISIF.



Za přehodnocení by také možná stálo snížení daňové sazby 5 % na nižší hodnotu nebo vytvoření výjimky pro některé investiční fondy na zdanění 0 %. To by bylo v souladu s propagací zaktraktivnění českého investičního trhu. Nicméně jedinou připravovanou změnou v souvislosti s druhou novelou ZISIF je pouze absence rozlišení mezi otevřeným a uzavřeným podílovým fondem.<sup>422</sup>

### 8.2.9 Druhá novela ZISIF

Ke dni uzavření této práce čeká v Poslanecké sněmovně na druhé čtení Druhá novela ZISIF, které cílem je především transpozice nových evropských předpisů, ale i náprava některých v praxi zjištěných nedostatků ZISIF. První verze návrhu vytvořeného ministerstvem financí vykazovala evidentní nedostatky vyplývající z nepraktičnosti navrhovaných změn, a proto byla legislativní radou vlády zásadně přepracována.<sup>423</sup> Současná podoba návrhu se již zdá být použitelnější, z pohledu některých stálých nedostatků však pravděpodobně v průběhu legislativního procesu dojde dalším změnám.

Mezi nejdůležitější aspekty návrhu patří úprava akciové společnosti s proměnným kapitálem. Jak bylo uvedeno v článku 8.2.7 výše, český SICAV se totiž v současné podobě potýká s řadou zbytečných omezení, která nemají podstatný smysl. Druhá novela ZISIF počítá s napravením většiny těchto problémů, jako např. zrušení povinnosti výhradně monistické struktury společnosti, povolení užívání zkratky SICAV či snížení požadavku na výši vlastního (základního) kapitálu na 1 Kč. Nově bude také zákon stanovovat jasné podmínky pro uspokojení pohledávek věřitelů nebo akcionářů. Na uspokojení pohledávky vzniklé v souvislosti s investiční činností bude možné použít pouze majetek z investiční činnosti. Tento majetek nebude moci být využit k splnění jiných dluhů. To bude platit i na jednotlivé podfondy.<sup>424</sup>

Další změny se týkají např. úpravy depozitáře s dopadem převážně na úpravu depozitáře standardních fondů (návrh transponuje povinnosti směrnice UCITS V)<sup>425</sup>, umožnění opětovně využít finanční kolaterál ve prospěch investorů (jež je v současnosti bez souhlasu obhospodařovatele zakázán), odpovědnosti za dluhy v podílovém fondu

<sup>422</sup> Důvodová zpráva ke Druhé novele ZISIF, s. 93.

<sup>423</sup> Šovar, Jan. *Návrh novely ZISIF z pera ministerstva: Prvek očekávání střídá prvek zklamání*. Patria Online, 19. února 2015.

<sup>424</sup> Návrh Druhé novely ZISIF k § 164, § 165.

<sup>425</sup> Návrh Druhé novely ZISIF k § 63, § 70, § 78, § 82, § 241.

(dluhy v podílovém fondu se uspokojují z majetku podílového fondu)<sup>426</sup>, upřesnění právních účinků přeměny<sup>427</sup> či správných deliktů<sup>428</sup>. K těmto změnám by se měly přidat i úpravy navržené Rozpočtovým výborem po prvním čtení Druhé novely ZISIF, jako je např. doplnění definice kvalifikovaného investora zavedením další kategorie či přizpůsobení ZISIF odkazům na regulaci fondů ELTIF.<sup>429</sup> Nezbyvá než doufat, že konečná verze bude lépe odpovídat potřebám českého investičního trhu a pomůže k jeho žádanému rozvoji.

---

<sup>426</sup> Návrh Druhé novely ZISIF k § 102.

<sup>427</sup> Návrh Druhé novely ZISIF k § 367.

<sup>428</sup> Návrh Druhé novely ZISIF k § 599 a násl.

<sup>429</sup> Viz článek 8.2.3 výše.

## ZÁVĚR

Přijetí AIFMD a povinnost její implementace do českého právního řádu bylo, přes zmíněné kritiky s touto směrnicí související, nepochybně pozitivním impulzem pro dlouho očekávanou změnu nefunkční právní úpravy kolektivního investování. Český zákonodárce tím konečně dostal skvělou příležitost k vytvoření moderního kodexu pro kolektivní investování, který by sloužil jako podpora, a nikoliv jako překážka investičnímu byznysu. Velká přeměna legislativy přijetím ZISIF však dle mého doposud nepřinesla očekávaný výsledek.

Primárním cílem mojí práce byla analýza a vysvětlení základních regulatorních aspektů právního rámce alternativních fondů, a to včetně komparace s původním vzorem evropské úpravy. Z mého výzkumu je patrné, že podmínky pro fungování alternativních fondů do velké míry kopírují AIFMD, a to i v částech, které byly ponechány v diskreci členských států. Z kontextu historie i celé úpravy se domnívám, že hlavním důvodem pro nedostatky české právní úpravy v této oblasti je již několikrát zmíněná nedospělost českého investičního trhu. Ten však nebude odstraněn pouhou implementací evropských pravidel – sami účastníci a praktici českého finančního trhu budou muset projít (alespoň zrychleným) vývojem a postupně aplikovat změny, které umožní nastavení regulace tak, aby mohl být plně využit investiční potenciál, který tento trh nabízí. Předpokládám, že recentní výrazné navýšení alternativních subjektů působících v České republice a razantně roustoucí suma investic, jež spravují, v budoucnu pomůže vytvoření praktické zkušenosti, která přispěje i k lepšímu uzpůsobení právní oblasti potřebám investičních entit působících na českém trhu.

V současnosti totiž česká regulace alternativních fondů naráží na dva protichůdné aspekty - na jedné straně stojí nutnost vysokého stupně ochrany investorů a finanční stability, na straně druhé požadavek vyhnout se zavádění příliš přísných pravidel stanovujících překážky svobodě podnikání v investiční oblasti s inhibujícím efektem na tento ekonomicky důležitý sektor. Pro budoucí vývoj regulace investičních entit je nezbytné si uvědomit, že nejen investoři jsou ti, na které by mělo být při vytváření regulace myšleno – jsou to totiž právě správci fondů, kteří jsou svojí činností schopni vyznámně napomoci růstu české i evropské ekonomiky. Na to ale nemohou být nesmyslně omezováni.

Jsem přesvědčena o tom, že zavedení nových pravidel (na evropské úrovni i v

těch v diskreci České republiky) pro alternativní fondy byl krok správným směrem, avšak poměr mezi výše uvedenými prvky nebyl správně nastaven. Příliš vysoká ochrana investorů zbytečně omezuje investiční entity v jejich podnikání, a tím zpomaluje vývoj této klíčové oblasti české ekonomiky. S tím souvisejí i další problémy české regulace, jejichž objasnění, jako sekundární cíl mé práce, detailněji popisuji v osmé části.

Předpokládaný vývoj v roce 2016, kdy má být přijata Druhá novela ZISIF, by mohl být dalším posunem k funkčnější regulaci alternativních fondů a jejich rozmachu. Jelikož její finální znění zatím není zřejmé, nezbyvá než doufat, že český zákonodárce v blízké budoucnosti zohlední co nejvíc praktických problémů, které tato regulace investičním fondům přináší, a posune český investiční trh zase o kus dál směrem k vyspělým západním zemím.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### 1. Knihy a komentáře

- (a) BAKEŠ, Milan. *Finanční právo*. 6. upravené vydání. Praha: C.H. Beck, 2012, 519 s. Právnické učebnice. ISBN 978-80-7400-440-7;
- (b) Šovar, J., Králík, A., Beran, J., Doležalová, D. a kol. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, a.s., 2015, ISBN 978-80-7478-783-6;
- (c) Beran, J., Doležalová, D., Strnadel, D., Štěpánová, A. *Zákon o platebním styku. Komentář*. Praha: C. H. Beck, ISBN 978-80-7400-369-1, 2011, s. 92;
- (d) Husták, Z., in Husták, Z. a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. C. H. Beck, ISBN 978-80-7400-433-9, 2012, s. 256;
- (e) Setten, Lodewijk, Van. *Alternative Investment Funds in Europe: Law and Practice*. Oxford University Press. 1. vydání. ISBN-13: 978-0199657728, 2014. s. 342-420;
- (f) Veale, Stuart, R. *The Investor's Guidebook to Alternative Investments: The Role of Alternative Investments in Portfolio Design*. Prentice Hall Press, ISBN-13: 978-0735205307, 2013, s. 138.

### 2. Články a jiné publikace

- (a) Ossendorf, V., Jekl, A. *Regulace alternativních fondů v České republice s ohledem na diskuze o jejich případné regulaci*. Zpráva o finanční stabilitě 2009/2010. Praha: ČNB, 2009. Online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/FS\\_2009-2010/FS\\_2009-2010\\_clanek\\_IV.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_clanek_IV.pdf);
- (b) Anderson, Spencer. *A history of the past 40 years in financial crises*. IFR, 2009. Online ke zhlédnutí zde <http://www.ifre.com/a-history-of-the-past-40-years-in-financial-crises/21102949>;
- (c) Veselá, Jitka. *Historický exkurz světovým a českým burzovníctvím*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 2, s. 153-164. Online ke zhlédnutí zde <http://www.vse.cz/cfuc/166>;
- (d) Neveselý, David, Karásková, Klára. *Nová úprava kolektivního investování*.

- Epravo.cz, 12. prosince 2013. Online ke zhlédnutí <http://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-kolektivniho-investovani-93176.html>;
- (e) Practical Law. *Fundamental change for the fund industry: the European Commission's proposed AIFM Directive*. EU: Practical Law, 1. června 2009. Online ke zhlédnutí zde <http://uk.practicallaw.com>;
- (f) Mikula, Ondřej. *Přeshraniční nabízení alternativních investičních fondů: Co platí dnes a co nás čeká?* Patria Online, 5. února 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/2556919/preshranicni-nabizeni-alternativnich-investicnich-fondu-co-plati-dnes-a-co-nas-ceka.html>;
- (g) Šovar, J. *Hlavní administrátor: Nedoceňovaná příležitost pro obchodníky s cennými papíry a banky*. Patria Online, 17. července 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/2682344/hlavni-administrator-nedocenovana-prilezitost-pro-obchodniky-s-cennymi-papiry-a-banky.html>;
- (h) Králík, Aleš. *Umožnění provádění administrace investičního fondu osobou odlišnou od obhospodařovatele tohoto fondu*. Obchodněprávní revue 5/2013, s. 145;
- (i) Mikula, Ondřej. *Přeshraniční „private placement“ investičních fondů v ČR v novém ZISIF: 1. Díl*. Patria Online, 16. října 2013. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/2460662/preshranicni-private-placement-investicnich-fondu-v-cr-v-novem-zisif-1-dil.html>;
- (j) Mikula, Ondřej. *Jak nový zákon upravuje fondy kvalifikovaných investorů*. Patria Online, 11. září 2013. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/2428255/jak-novy-zakon-upravuje-fondy-kvalifikovanych-investoru.html>;
- (k) Kocí, M. *Institut svěřenského fondu v NOZ*. OBCZAN – komunitní portál o rekodifikaci, 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.obczan.cz/clanky/institut-sverenskeho-fondu-v-noz?do=detail-export>;
- (l) Šovar, Jan. *Návrh novely ZISIF z pera ministerstva: Prvek očekávání střídá prvek zklamání*. Patria Online, 19. února 2015. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/3003973/pravni-uprava-sicav-do zna-dalsich-zmen>

[po-prepracovani-jsou-vyhličky-slibne-doplňeni-lze-vsak-cekat-ve-snemovne.html](#);

- (m) Šovar, Jan. *Právní úprava SICAV dozná dalších změn. Po přepracování jsou vyhlídky slibné, doplnění lze však čekat ve Sněmovně.* Patria Online, 14. září 2015. Online ke zhlédnutí zde <https://www.patria.cz/pravo/3003973/pravni-uprava-sicav-do zna-dalsich-zmen-po-prepracovani-jsou-vyhličky-slibne-doplňeni-lze-vsak-cekat-ve-snemovne.html>;
- (n) Prequin. *Hedge Fund Manager Concerns about the AIFMD Are at Highest Level Recorded.* 17. července 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.prequin.com/docs/press/AIFMD-Jul-14.pdf>.

### **3. Evropské právní předpisy**

- (a) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD);
- (b) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 85/611/EEC ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (UCITS I);
- (c) 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 (UCITS IV);
- (d) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (UCITS V);
- (e) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS (MIFID);
- (f) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 77/91/EHS ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření;
- (g) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad

úvěrovými institucemi a investičními podniky (*Capital Requirements Directive*, CRD IV), a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky (*Capital Requirements Regulation*, CRR);

- (h) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu, o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Evropské komise 2009/77/ES;
- (i) Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice č. 2011/61/EU;
- (j) Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu (*EuVECA - the European Venture Capital Funds*);
- (k) Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání (*EuSEF – the European Social Entrepreneurship Funds*);
- (l) Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 2015/760 ze dne 29. dubna 2015, o evropských fondech dlouhodobých investic (*ELTIF – the European Long Term Investment Funds*).

#### **4. České právní předpisy**

- (a) Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, v platném znění;
- (a) Zákon č. 336/2014 Sb., který mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech;
- (b) Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (již neplatný);
- (c) Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (již neplatný);
- (d) Zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, v platném znění;
- (e) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění;
- (f) Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění;
- (g) Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v platném znění;



- (h) Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění;
- (i) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (Zákon o obchodních korporacích), v platném znění;
- (j) Zákon č. 6/1993 Sb. o ČNB, v platném znění;
- (k) Zákon č. 549/1991 Sb., o soudních poplatcích, v platném znění;
- (l) Vyhláška č. 249/2013 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance;
- (m) Vyhláška č. 246/2013 Sb., o statutu fondu kolektivního investování;
- (n) Vyhláška České národní banky č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech.

## **5. Důvodové zprávy**

- (a) Důvodová zpráva k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2004/39/ES a 2009/.../ES;
- (b) Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech;
- (c) Důvodová zpráva k zákonu č. 336/2014 Sb., změna zákona o investičních společnostech a investičních fondech;
- (d) Důvodová zpráva k návrhu novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech (bez čísla – čeká na projednání ve druhém čtení);
- (e) Důvodová zpráva k zákonu č. 188/2011 Sb., změna zákona o kolektivním investování;
- (f) Důvodová zpráva k zákonu č. 224/2006 Sb., změna zákona o kolektivním investování.

## **6. Ostatní zdroje**

- (a) AKAT. *Tisková zpráva AKAT - Investice do fondů vzrosty od počátku roku o více než 13%*. Praha, 14. srpna 2015. Online ke zhlédnutí zde <http://www.akatcr.cz/public/vypisZpravy.do>.
- (b) Pracovní dokument útvarů Evropské komise. *Souhrn posouzení dopadů*. Brusel: Evropská komise, 30. dubna 2009, s. 2-4. Online k zhlédnutí zde

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_executive\\_summary\\_cs.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_executive_summary_cs.pdf).

- (c) Zpráva Evropského parlamentu obsahující doporučení Komisi o zajišťovacích fondech a soukromých kapitálových fondech (A6-0338/2008), tzv. „Rasmussenova zpráva“ (online ke zhlédnutí zde <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A6-2008-0338&language=EN>), a zpráva týkající se průhlednosti institucionálních investorů (A6-0296-2008), tzv. „Lehnova zpráva“ (online ke zhlédnutí zde [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation_paper_en.pdf));
- (d) Konzultační materiál Ministerstva financí. *Transpozice AIFMD*. 27. července 2013. Online ke zhlédnutí zde <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2011/ministerstvo-financi-zverejnuje-konzulta-10026>;
- (e) Slovník pojmů České národní banky. Online ke zhlédnutí zde <https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/>;
- (f) Burza cenných papírů ve Vídni (Wiener Börse AG). Online ke zhlédnutí zde <http://www.wienerbourse.at/about/unternehmen>;
- (g) Historie Pražské burzy. Online ke zhlédnutí zde [www.pse.cz/dokument.aspx?k=Historie-Burzy](http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Historie-Burzy);
- (h) CVCA. *Stanovisko The Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA) k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. Praha, 14. května 2011 (Stanovisko CVCA). Online ke zhlédnutí: [www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni);
- (i) Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 19. června 2008, č. j. 9 Afs 127/2007-286, č. 2534/2012 Sb;
- (j) Česká národní banka: *K obchodování s drahými kovy (např. zlatem) z hlediska dohledu České národní banky*, 10. října 2013. Online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_obchodovani\\_s\\_drahyymi\\_kovy.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_obchodovani_s_drahyymi_kovy.pdf);
- (k) Česká národní banka. *K pojmu „veřejnost“ v zákoně o kolektivním investování*. Praha: ČNB, 4. února 2013. Online ke zhlédnutí zde

[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k\\_pojmu\\_verejnos\\_t\\_v\\_zakone\\_o\\_kolektivnim\\_investovani.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/k_pojmu_verejnos_t_v_zakone_o_kolektivnim_investovani.pdf);

- (l) Česká národní banka. *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF)*. Praha: ČNB, 25. listopadu 2013. Online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sprava\\_majetku\\_s\\_rovnatelna\\_s\\_obhospodarovanim\\_par\\_15\\_zisif.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/sprava_majetku_s_rovnatelna_s_obhospodarovanim_par_15_zisif.pdf);
- (m) Česká národní banka. *Činnost depozitáře investičního fondu po nabytí účinnosti zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. ČNB: Praha, 11. září 2013. Online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/cinnosti\\_depozitar\\_e\\_investicniho\\_fondu.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/cinnosti_depozitar_e_investicniho_fondu.pdf);
- (n) Stanovisko k fungování evropského pasu pro mimounijní obhospodařovatele (*ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*), ESMA, 30. července 2015;
- (o) Informace ohledně finančního orgánu dohledu ve Velké Británii Financial Conduct Authority. Online ke zhlédnutí zde [www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk);
- (p) Konzultační materiál ESMA. *Návrh regulatorních technických norem doplňujících nařízení ELTIF*. s. 23, odst. 61-62. <https://www.esma.europa.eu/consultation/Consultation-draft-regulatory-technical-standards-under-ELTIF-Regulation#responses>;
- (q) Ministerstvo financí. *Informativní elektronické brožury k nové právní úpravě obhospodařování a administrace investičních fondů*. Internetová stránka ministerstva financí: Praha, 2013. Online ke zhlédnutí zde <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2013/informativni-elektronicke-brozury-k-nove-13894>;
- (r) ESMA. Metodika klíčových pojmů AIFMD. 24. května 2013, část 2, čl. 1;
- (s) Zpráva Mezinárodního měnového fondu z dubna 2008;
- (t) Investiční web. [www.investicniweb.cz](http://www.investicniweb.cz);
- (u) Prequin. *Global Hedge Fund Managers Respond to the AIFMD*. Červenec 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.prequin.com/docs/reports/Prequin-Special-Report-Hedge-Fund-Managers-Respond-to-AIFMD-July-14.pdf>;

- (v) Prequin. *Hedge Fund Manager Concerns about the AIFMD Are at Highest Level Recorded*. 17. července 2014. Online ke zhlédnutí zde <https://www.prequin.com/docs/press/AIFMD-Jul-14.pdf>;
- (w) Sněmovní tisk Poslanecké sněmovny č. 571. Online ke zhlédnutí zde <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=571>;
- (x) Seznam evropských regulovaných trhů. Online ke zhlédnutí zde [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/s\\_eznamy/ostatni\\_seznamy/download/seznam\\_cz\\_a\\_zahr\\_reg\\_trhu.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/s_eznamy/ostatni_seznamy/download/seznam_cz_a_zahr_reg_trhu.pdf);
- (y) Informace o splnění implementačních povinností. Online ke zhlédnutí zde <http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/AIFMD-Transposition-overview-22-July-2014.pdf>;
- (z) Stav implementace členských států k březnu 2015. Online ke zhlédnutí zde: [http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Global%20Private%20Equity/AIFMD\\_Implementation\\_Overview\\_Jul14.pdf](http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Global%20Private%20Equity/AIFMD_Implementation_Overview_Jul14.pdf).

# **PRÁVNÍ REGULACE ALTERNATIVNÍCH INVESTIČNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICĚ**

## **ABSTRAKT**

Předmětem mojí diplomové práce je analýza dopadu nedávno přijaté průlomové evropské regulace alternativních investičních fondů na české právní prostředí kolektivního investování. Jednotlivé kapitoly poskytují rozbor nejdůležitějších aspektů právní úpravy alternativních investičních fondů, jež jsou klíčové jak pro subjekty kolektivního investování, tak pro jejich (i jen potenciální) investory. Rozsáhlou část svojí práce zaměřuji především na vymezení alternativních investičních fondů, na objasnění možných režimů jejich fungování a na jejich odlišení od dříve regulovaných standardních protějšků. V první z osmi kapitol uvádím danou problematiku v historických souvislostech, kde poskytuji stručný exkurz do vývoje regulace kolektivního investování na evropské i české úrovni a objasňuji důvody, které vedly k zavedení jednotné právní úpravy podnikání v oblasti investic. Druhá kapitola vymezuje současný regulatorní systém podle evropských předpisů, vycházející ze směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD), a její následné transpozice do českého zákona o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF). Zde se zabývám vzájemnými vztahy mezi zmíněnými úpravami (jež se v menší míře vyskytují v různých souvislostech v celé mojí práci), které pokládám za klíčové pro porozumění celé problematice české právní úpravy alternativních investičních fondů. Tato kapitola přináší objasnění podstatných prvků regulace, jako jsou přípustné režimy existence alternativních investičních fondů, regulace zúčastněných osob a jejich činností a vztahy mezi investičními subjekty různých států. Ve třetí kapitole věnuji pozornost osobám podílejícím se na činnosti fondu a pravidlům pro tuto činnost stanoveným. Popisuji zde požadavky zákonodárce na kvalitu či odpovědnost osob zúčastněných na správě fondu ale také kapitálové požadavky či možnosti outsourcingu. Čtvrtá kapitola patří obhospodařování s cizím prvkem - pravidlům, které český zákonodárce stanovil pro situace, kdy zahraniční entita projeví zájem o obhospodařování zahraničního fondu na českém území, nebo naopak, česká osoba obhospodařuje v zahraničí. Pátá kapitola vymezuje oblast nabízení investic potenciálním investorům – jako meritum podnikání

každé investiční entity – jejíž regulace je v praxi, zejména při stanovení hranice mezi ochranou investorů a svobodou podnikání investičních subjektů, častým zdrojem konfliktů. Do této části zahrnuji i problematiku přeshraničního nabízení investic. Šestá a sedmá kapitola slouží k rozdělení konkrétních právních forem a typů alternativních investičních fondů, jež doplňuje představu o jejich reálném fungování v praxi. Po objasnění systému regulace alternativních investic v sedmi předchozích částech se v té poslední zaměřuji na problémové body regulace - na neobjasněné otázky, na vznesenou kritiku regulace na evropské i české úrovni a nedostatky nové právní úpravy, včetně možných návrhů jejich řešení. Jelikož je téma regulace alternativních investičních fondů tématem velmi rozsáhlým a multidisciplinárním, cílem mojí diplomové práce je zejména objasnění koncepce regulace alternativních investičních fondů, shrnutí praxí reflektovaných problematických prvků a navržených řešení pro českou úpravu, jež by mohly Českou republiku nasměrovat k vytvoření konkurenceschopného trhu kolektivního investování, schopného využít vysoký potenciál českého investičního prostředí.

# **LEGAL REGULATION OF ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS IN THE CZECH REPUBLIC**

## **ABSTRACT**

The purpose of my thesis is to analyze the impact of the recently adopted groundbreaking European regulation of alternative investment funds into the Czech legal environment of collective investments. The respective chapters provide an analysis of the most important aspects of regulation of alternative investment funds, which I consider as crucial for collective investment undertakings and its (even only potential) investors. In a large portion of the thesis I focus on the definition of alternative investment funds to clarify the possible modes of operation and distinguish them from their earlier regulated standard counterparts. In the first of eight chapters I introduce this topic in the historical context, which provides a brief excursion into the progress of regulation of collective investment at the European and Czech level, and further explain the reasons which led to creation of a unified regulation for collective investment business. The second chapter describes the current regulatory framework in accordance with the European regulation, based primarily on the Alternative Investment Fund Managers Directive (**AIFMD**) and its subsequent transposition into the Czech Act on Investment Companies and Investment Funds (**ICIFA**). Here I focus on relations between these two frameworks (perspective which to some extent and in various contexts transcends throughout the whole thesis), which I consider to be the key for understanding of the whole area of Czech regulation of alternative investment funds. This chapter provides clarification of the essential elements of regulation, such as modes of existence of alternative investment funds, regulation of the personae involved in activities of the fund and investment relations between entities in different countries. In the third chapter, I pay attention to specific personae involved in the activities of a Fund and the rules applied on them. I describe the legislator's requirements on quality and accountability of the personae involved in the management of the fund, but also capital requirements and the possibility of outsourcing of administrative operation. The fourth chapter elaborates on the management of fund with foreign element – meaning the rules provided by the Czech legislator for situations when a foreign entity interested

in management of a foreign fund on the Czech territory, or *vice versa*, Czech person manages a fund abroad. The fifth chapter explains the rules for marketing of an investment fund to potential investors - as a basis of any investment business entity - regulation of which often poses a frequent source of conflict in practice, especially when determining boundaries between investor protection and the business freedom. This section also includes the issue of cross-border marketing of investment funds. The sixth and seventh chapter describe specific legal forms and types of alternative investment funds, which complements the complex perspective of their function in the real world. After clarifying the regulatory system for alternative investments in seven previous chapters, the last chapter focuses on some problematic points of regulation – the unsolved questions raised criticism at the European as well as the Czech level – and disadvantages of the new legislation, including several proposals for potential remedies. Since the topic of the regulation of alternative investment funds is a comprehensive and multidisciplinary one, the aim of my thesis remains mainly to clarify the concept of regulation of alternative investment funds, summarize problematic elements reflected in the practice and propose sensible solutions for the Czech regime, thanks to which the Czech Republic could steer toward a competitive market for collective investments and become able to develop and utilize the high potential of the Czech investment environment.



## **KLÍČOVÁ SLOVA**

Alternativní investiční fondy, správci alternativních investičních fondů, regulace alternativních investičních fondů, speciální fondy, fondy kvalifikovaných investorů.

## **KEYWORDS**

Alternative investment funds, managers of alternative investment funds, regulation of alternative investment funds, special funds, qualified investors funds.