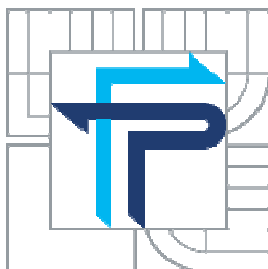




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMICS

ANALÝZA HEDGEOVÝCH FONDŮ SE ZAMĚŘENÍM NA PRÁVNÍ ÚPRAVU

HEDGE FUNDS ANALYSIS FOCUSED ON LEGAL REGULATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

MGR. BC. MARTIN DIRHAN

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

DOC. ING. ZDENĚK SOJKA, CSC.

BRNO 2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Dirhan Martin, Mgr. Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Analýza hedgeových fondů se zaměřením na právní úpravu

v anglickém jazyce:

Hedge Funds Analysis Focused on Legal Regulation

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Seznam odborné literatury:

- BAKEŠ, M. a kol. Finanční právo. 5. upravené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009. 576 s. ISBN 978-80-7400-801-6
- JAEGER, R. All About Hedge Funds. 1.vydání New York : McGraw-Hill, 2002. ISBN 0-071-39393-5.
- JÍLEK, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2006. 260 s. ISBN80-247-1826-X.
- LHABITANT, F. S. Handbook of Hedge Funds. New York: John Wiley & Sons, Ltd., 2006. 654 s. ISBN 978-0-470-02663-2.
- REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. rozšířené vydání Ostrava: KEY Publishing, s.r.o. 2011. ISBN 978-80-7418-128-3.
- Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 04.05.2014

Abstrakt

Předmětem této diplomové práce je analýza hedgeových fondů se zaměřením na jejich právní úpravu. Hedgeové fondy nejsou zatím u nás příliš známé, jedná se o specifický druh investičních fondů. V našem právním prostředí je pro ně nejbližší pojem fondy kvalifikovaných investorů. V první části práce se zaměřím především na obecný popis hedgeových fondů, na jejich historii a specifika. V druhé části práce se pak budu věnovat strategii, právní úpravě a některým dalším aspektům hedgeových fondů.

Abstract

This Thesis aims at hedge funds analysis focused on legal regulation. Hedge funds are not very well-known in our country, they represent a specific kind of investment funds. A term which describes these funds most closely within our legal environment is "Funds of qualified investors". The first part of this Thesis is focused predominantly on general description of hedge funds, their history and specific features. The second part of the Thesis deals with strategy, legislation and some other aspects of hedge funds.

Klíčová slova

Hedgeové fondy, finanční trh, strategie, dohled, fondy kvalifikovaných investorů, investování, právní úprava

Key words

Hedge funds, financial market, strategy, supervision, Funds of qualified investors, Investment, Legal Regulation

Bibliografická citace

DIRHAN, M. *Analýza hedgeových fondů se zaměřením na právní úpravu*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2014. 76 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 20. května 2014

.....

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc. za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce. A dále všem, kteří mě podporují v mých studiích.

Obsah

Úvod	9
1. Cíl práce a metodika	11
2. Finanční trh a subjekty finančního trhu	12
2.1 Finanční trh	12
2.2 Subjekty finančního trhu	13
3. Hedgeové fondy a jejich historie	16
3.1 Definice hedgeového fondu	16
3.2 Filosofie hedgeových fondů	17
3.3 Historie hedgeových fondů	20
4. Hedgeové fondy v právním systému	24
4.1 Finanční právo	24
4.2 Prameny právní úpravy	26
5. Nástroje hedgeových fondů	27
5.1 Maržové obchody	27
5.2 Arbitráž	27
5.3 Prodej na krátko	28
5.4 Obchodování s deriváty	29
6. Strategie hedgeových fondů	31
6.1 Long/Short Equity hedge	31
6.2 Event Driven	31
6.3 Multi Strategy	32
6.4 Discretionary Macro	33
6.5 Systematic CTA	33
6.6 Credit strategy	34
6.7 Distressed	35
6.8 Equity market neutral	35
7. Právní úprava hedgeových fondů	37
7.1 Definice některých pojmů	37
7.2 Založení a vznik hedgeového fondu	39
7.3 Fondy kvalifikovaných investorů	49
7.4 Provozování fondu kvalifikovaných investorů	52
7.5 Zrušení a zánik fondu kvalifikovaných investorů	56
8. Dohled nad fondy kvalifikovaných investorů	59
8.1 Depozitář fondu kvalifikovaných investorů	59
8.2 Dohled České národní banky	63
9. Daňové aspekty	66
9.1 Daň z přidané hodnoty	66
9.2 Daně související s nemovitými věcmi	67
9.3 Daň z příjmu týkající se investorů	68
9.4 Daň z příjmu týkající se fondu	70
Závěr	71
Použité zdroje	72

Úvod

Investiční fondy, respektive investování jako takové patří v současnosti mezi hlavní témata naší společnosti. Neuplyne den, aniž by normální člověk nepřišel do styku s informacemi týkající se finančního trhu. Žijeme v době, kdy právě ekonomika patří mezi nejvýraznější celospolečenské problémy. Aktuálně se nejvíce diskutuje o měnové intervenci České národní banky a o důchodové reformě. Nemá zde příliš smysl se zabývat „důchodovou reformou“ ve formě tzv. druhého pilíře, který mimochodem považuji hned po kuponové privatizaci za největší ekonomický zločin v porevoluční éře České republiky. Avšak i přesto se musí uznat, že tu skutečně problém s budoucími důchody existuje. Reálná výše důchodů každým rokem klesá a ani do budoucna nelze předpokládat, že se tento trend nějak otočí. Lidem tak nezbývá nic jiného, než aby se připravili na svoje stáří sami a zabezpečili si v budoucnu dostatečný příjem, prakticky nejobvyklejší cestou bývá investování. Jednou z možných forem, jak se prostřednictvím investování připravit na budoucnost, jsem již popisoval ve své bakalářské práci (Alternativní formy investování), jako další možnost bych viděl prostřednictvím investičních fondů.

O jedné z forem investičních fondů, tzv. fondů kolektivního investování již byla napsána řada publikací a velké množství analýz, atp. Osobně však tyto fondy nepovažuji pro zajištění příjmu jako příliš vyhovující, spíše naopak. Proto jsem se rozhodl ve své práci zaměřit na druhou skupinu investičních fondů, a to hedgeové fondy, respektive fondy kvalifikovaných investorů (pokud v následujícím textu bude použit pouze výraz fond, myslí se tím, z důvodu úspory prostoru, právě tento druh fondů, ostatní druhy fondů budou označeny celým názvem).

Hedgeové fondy nelze nějak jednoduše definovat, obecně se jedná o fondy, které jsou určeny užšímu počtu investorů (s většími finančními zdroji), jež se angažují ve zvláštních investičních strategiích, které bývají obvykle velice rizikové, jejich bližší vymezení pak bude uvedeno dále v textu. Bohužel však v České republice o hedgeových fondech neexistuje téměř vůbec žádné povědomí, což bych rád svoji diplomovou práci změnil.

V České republice na hedgeový fond nelze prakticky vůbec narazit, to je dáno především nízkým povědomím investorů, špatnou legislativou a nepříznivými daněmi. Legislativa aktuálně doznala velkých změn, kdy byl nahrazen původní zákon o kolektivním investování zákon o investičních společnostech a investičních fondech, stejně tak měly doznat úpravu i daňové předpisy, přičemž příjmy z investičních fondů, stejně jako samotné fondy, měly být osvobozeny od daně. Tyto úpravy měly pomoci zpopularizovat investiční fondy a zajistit přesun jejich domicilu do České republiky.

A tímto bych se chtěl právě zabývat ve své práci. Moje práce tedy není primárně zaměřena na investory, kteří se však z ní mohou taktéž dozvědět zajímavé informace, jako např. podstatu a historii hedgeových fondů, jejich nástroje, strategie, atp. Ale především je moje práce zaměřena na potencionální zakladatele hedgeových fondů v České republice, proto velkou část mojí práce tvoří informace o právní úpravě a daňových aspektech a jejich zhodnocení.

Problematika investičních fondů je velice rozsáhlým tématem, nejinak je tomu i u právní úpravy, která je vysoce specifická a složitá, již se u nás odpovídajícím způsobem věnuje pouze pár advokátních kanceláří. Proto jsem se ve své práci rozhodl zabývat spíše základními otázkami hedgeových fondů a nechtěl jsem danou problematiku zkoumat do úplného detailu, jako je například mezinárodní prvek investičních fondů, zvláštní řízení, atp., pro které by zde nebyl ani dostatečný prostor.

V diplomové práci je zkoumána právní úprava k datu 28.2.2014.

1. Cíl práce a metodika

Hlavním cílem diplomové práce je provést analýzu hedgeových fondů, ta bude zaměřena zejména na posouzení právní úpravy hedgeových fondů v České republice a na rozbor strategie hedgeových fondů. Dále se v diplomové práci zaměřím na vymezení hedgeových fondů, jejich historii, zařazení do systému práva a finančního trhu, atp. Účelem diplomové práce je popsat aktuální stav legislativy týkající se hedgeových fondů, to znamená tedy především legislativy upravující vznik a fungování hedgeových fondů, dohledu nad hedgeovými fondy a daňovými aspekty hedgeových fondů. Diplomová práce by měla sloužit především potencionálním zájemcům, kteří by chtěli v České republice hedgeový fond založit. Diplomová práce jim poskytne odpovědi na to, co to vůbec hedgeový fond je, jak se vyvíjel, jaké používá obvykle nástroje, atp. Ale především pak poskytne odpovědi na to, jaká je v České republice aktuální právní úprava, co všechno se musí splnit, aby mohl začít hedgeový fond vůbec fungovat a co dále musí plnit za povinnosti v průběhu života tohoto fondu, jaké budou jeho daňové povinnosti, jak kvalitní je tato právní úprava a kde jsou její nedostatky, jaké jsou možné strategie investování a jejich atributy a nakonec zejména jestli se vůbec v České republice vyplatí takovýto fond založit.

K vypracování diplomové práce budou použity zejména metody interdisciplinární zahrnující vědní obory právo a ekonomie, kromě nich pak zejména metody analýzy, komparace a dedukce.

2. Finanční trh a subjekty finančního trhu

V úvodu této práce se jeví jako vhodné definovat některé základní pojmy, které jsou nezbytné pro pochopení podstaty hedgeových fondů. Jako základní a zásadní pojem považuji finanční trh, na kterém jakožto subjekt finančního trhu hedgeové fondy působí. Pro lepší rozlišení hedgeových fondů od ostatních subjektů finančního trhu je následně potřebné vymezit ostatní subjekty finančního trhu a rozlišit je od hedgeových fondů. Pro počáteční pochopení dané problematiky by mělo být vymezení těchto dvou pojmů dostačující. Ostatní důležité pojmy pak budou definovány v dalších částech textu.

2.1 Finanční trh

Ekonomika založená na principu tržního hospodářství a zbožně-peněžních vztahů se tržní zákonitosti aplikují na třech základních výrobních faktorech – práci, zboží a kapitálu. Každý z těchto výrobních faktorů je obchodován na vlastním trhu, práce na trhu pracovních sil, zboží na trhu zboží a služeb a peníze a kapitál na finančním trhu.¹ Finanční trh lze tedy definovat jako mechanismus investičních nástrojů, institucí, postupů a vztahů, jehož prostřednictvím dochází k přelévání volných finančních prostředků mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě.²

Hlavní funkce finančního trhu je tedy alokace, akumulace a mobilizace finančních zdrojů. Mimo to zajišťuje taktéž funkci depozitní – ukládání a kumulování peněžních prostředků potřebných pro spotřební nebo investiční výdaje. Platební funkci – umožňuje provádět všechny druhy plateb. Funkci likvidity – přeměnění jednotlivých druhů finančních aktiv na peněžní hotovost. Funkci uchovatele hodnoty – prostřednictvím finančních instrumentů lze snížit negativní dopad inflace. Funkci diverzifikace rizika – jednak prostřednictvím pojistných smluv a jednak vytvářením diverzifikovaného portfolia držení pojistných aktiv. Kreditní funkci – poskytování peněžních prostředků

¹ GRÚŇ, L. *Finanční právo a jeho instituty*. 3. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde, 2008. 335 s. ISBN 978-80-7201-745-4 s.295

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6 s. 19

k realizaci investičních záměrů nebo běžné spotřeby. A funkci cenotvornou – prostřednictvím střetu nabídky a poptávky.³

Finanční trh lze členit z různých hledisek. Jednotliví autoři dělí finanční trh podle různých kritérií. Prvním z nich je rozdělení trhu podle obsahu. Finanční trh se tak dělí na dluhový, akciový, komoditní a měnový.⁴ Dalším významným členěním, které například uvádí Peter Rose (uvedeno v Rejnuš), je dělení finanční trh na trh reálných aktiv, devizový trh, peněžní trh, jenž je dále rozdělen na trh krátkodobých úvěrů, a krátkodobých cenných papírů a kapitálový trh, který se dělí na trh dlouhodobých úvěrů a dlouhodobých cenných papírů. Krátkodobé a dlouhodobé cenné papíry pak společně vytvářejí trh cenných papírů.⁵ Dalšími možnými členěními finančního trhu jsou například podle doby existence nástroje finančního trhu. V tomto případě se trh dělí na primární, kde se obchodují nové emise finančních nástrojů a trh sekundární, kde se obchodují již existující emise. Podle rychlosti nebo způsobu vypořádání transakce, jedná se tak o trhy promptní, které jsou vypořádány ihned, trhy termínované, které se vypořádávají s určitou časovou prodlevou nebo trhy opční, u nichž závisí jak na čase, tak na vůli vlastníka opce. Posledním významným členěním finančního trhu je trh organizovaný a neorganizovaný, podle míry vázanosti subjektů vnitřními pravidly trhu.⁶

2.2 Subjekty finančního trhu

Na finančním trhu existuje velké množství různých subjektů. Někteří autoři subjekty finančního trhu rozlišují především na dvě skupiny. Zjednodušeně je lze označit jako dlužníky a věřitele. Pro konkrétní nástroje finančního trhu pak nesou specifické označení. Toto rozdělení vychází z principu nabídky a poptávky dvou subjektů, která se střetávají právě na finančním trhu.⁷ S ohledem na specifikace finančního trhu se

³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava : Key Publishing, 2010. 659 s. ISBN 978-80-7418-080-4 s. 19-20

⁴ FUCHS, D. *Finanční trhy*. 1. vydání. Brno: ESF MU, 2004. 118 s. ISBN 80-210-3526-9 s. 28

⁵ REJNUŠ 2010 op. cit., s. 39

⁶ VALENTOVÁ, I. *Dohled nad finančním trhem*. Praha. 2011. 63 s. Diplomová práce. Karlova univerzita, Právnická fakulta. s. 5

⁷ BAKEŠ, M. a kol. *Finanční právo*. 5. upravené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009. 576 s. ISBN 978-80-7400-801-6 s. 454

domnívám, že toto rozdělení není dostačující a spíše bych subjekty finančního trhu rozdělil na ty, které se účastní obchodování, subjekty, na niž se provádí obchodování a na subjekty, které dohlížejí na obchodování a instituce na finančním trhu.

Mezi subjekty dohledu, respektive dozoru patří Česká národní banka (dále jen ČNB), Ministerstvo průmyslu a obchodu, Puncovní úřad a další. Pro jejich důležitost bude dohledu věnována samostatná kapitola v další části textu.

Mezi subjekty, které se účastní obchodování bych zde pro zjednodušení uvedl již výše zmíněné dlužníky a věřitele. Pro pochopení bych je rozdělil na ty, které poskytují služby finančního trhu a na ty, které poptávají služby finančního trhu. Těmto subjektům bude věnována i další část textu, avšak s ohledem na účinnost nového občanského zákoníku od 1.1.2014 se jeví jako vhodné zde minimálně obecně vymezit subjekty, které poskytují finanční služby – tzv. podnikatele, jejichž definici nalezneme v § 420 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen NOZ): *„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“*⁸ A následně subjekty, které poptávají finanční služby, jimiž mohou být taktéž i podnikatelé, ale pak především neodborníci, tedy spotřebitelé, jejichž definici taktéž nalezneme v NOZ: *„Spotřebitelem je každý člověk, který mimo rámec své podnikatelské činnosti nebo mimo rámec samostatného výkonu svého povolání uzavírá smlouvu s podnikatelem nebo s ním jinak jedná.“*⁹

Obecně mezi poskytovatele služeb finančního trhu můžeme zařadit banky, stavební spořitelny, pojišťovny, zajišťovny, družstevní záložny, směnárny, penzijní fondy, atp., jejichž bližší vymezení zde není potřebné a investiční fondy, mezi které, jakožto speciální investiční fondy patří právě hedgeové fondy, jejichž definici a bližšímu vymezení bude věnována příští kapitola.

Poslední skupinou subjektů jsou tedy subjekty, na nichž se provádí obchodování. Obchodování se provádí buď organizovanou formou, která podléhá přísné regulaci

⁸ § 420 Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2013.

⁹ § 419 Tamtéž

anebo neorganizovanou formou, jsem lze zařadit např. OTC (over-the-counter) trhy nebo ETF (Exchange-traded fund), kde se obchoduje převážně s certifikáty.

Mezi organizované subjekty pak patří především komoditní burzy. Je to místo, kde se uzavírají obchody s různým zbožím, které má obvykle podobu hmotných předmětů. Předmětem obchodování jsou standardizované, přepravitelné a uchovatelné suroviny, nerosty nebo zemědělské plodiny. A organizátor regulovaného trhu. To je relativně samostatný, ekonomický organizační systém, na němž se obchodují již dříve vydané veřejně obchodovatelné cenné papíry.¹⁰

¹⁰ VESELÁ 2007 op. cit., s. 54

3. Hedgeové fondy a jejich historie

Tato kapitola bude věnována definici hedgeových fondů, jejich teoretickému vymezení, popisu základních vlastností hedgeových fondů a jejich odlišení od standardních investičních fondů. Po přečtení této kapitoly by měl čtenář získat alespoň přibližnou představu o tom, co pojem hedgeový fond představuje a na jakém principu hedgeový fond funguje. Druhá část kapitoly pak bude věnována historii vzniku hedgeových fondů a jejich vývoji až do současnosti.

3.1 Definice hedgeového fondu

Jednoznačné a všeobecné definování hedgeových fondů pro jejich heterogenitu prakticky neexistuje. Obvykle se proto ve většině publikací objevuje spíše negativní vymezení nebo výčet charakteristických znaků hedgeových fondů. Pokud bychom se zaměřili na jazykový výklad, tak anglické slovo hedge lze přeložit jako zabezpečený nebo zajištěný, což, jak bude dále vysvětleno příliš podstatě hedgeových fondů neodpovídá a použití tohoto termínu vychází z prvních používaných strategií, jak bude dále uvedeno v historii hedgeových fondů.

V rámci českých autorů můžeme použít např. definici hedgeových fondů podle Jílka: Hedgeové fondy jsou investiční fondy, určené pro bohaté fyzické osoby či institucionální investory s minimální investicí 1 mil.USD. Tyto fondy se angažují ve zvláštních investičních strategiích, které bývají obvykle velice rizikové. Často mají velký pákový mechanismus (leverage) prostřednictvím výpůjček. Někdy přijímají opačné strategie vzhledem k tendencím na trhu. Obvykle se snaží vyhýbat zákonům o cenných papírech, popř. jiným právním normám.¹¹

Další definici můžeme najít např. u Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD): Hedgeový fond je sdružený investiční nástroj, který je soukromě organizován a administrován profesionálními investičními manažery. Odlišností od jiných

¹¹ *Slovník pojmů*. [online]. 2014 [cit. 2. 1. 2014]. Dostupné z: <http://www.czechwealth.cz/jak-obchodovat/slovník-pojmu?znak=H>

investičních fondů je v tom, že hedgeové fondy jsou k dispozici pouze pro bohaté jednotlivce a institucionální manažery. Navíc hedgeové fondy realizují krátké prodeje a pákové operace, které jsou v souladu s jejich typickou krátkodobě orientovanou investiční strategií s vysokým rizikem, založenou především na aktivním využitím derivátů a krátkých pozic.¹²

3.2 Filosofie hedgeových fondů

Jak již bylo řečeno přesně definovat hedgeové fondy nelze, proto je vhodnější pro pochopení jejich podstaty uvést charakteristické znaky fungování většiny hedgeových fondů a jejich investiční filosofii.

Cíl

Cílem všech investičních fondů je, aby přinášely dlouhodobý reálný růst kapitálu. Tedy, aby byl výnos minimálně vyšší než míra inflace za investiční období. Manažeri „normálních“ investičních fondů sledují dva hlavní cíle, a to aby jejich investiční fond byl výnosnější než srovnatelný konkurenční investiční fond a aby jejich investiční fond dokázal porazit nějaký pasivní benchmark¹³, např. index PX. Pokud tedy manažer dosáhne výnosu 5 % a benchmark 3 % dosáhl pozitivního relativního výnosu. Pokud manažer ztratí 3 % a benchmark 5 %, opět je lepší než benchmark, i když je investiční fond ve ztrátě. Oproti tomu se manažeri hedgeových fondů zabývají pouze absolutním výnosem. Smyslem hedgeových fondů je vydělat pozitivní výnos, a ne porazit benchmark. To znamená, že hedgeové fondy hledají výnosy nezávisle na chování standardního trhu.¹⁴

Struktura

Hedgeové fondy obvykle z důvodu vyhnutí se právní regulaci nebo z důvodů daňové optimalizace využívají často různé druhy právní formy. Obvykle se vyskytují jako

¹² Hedge fund. [online]. 2014 [cit. 2. 1. 2014]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1223>

¹³ Srovnávací etalon

¹⁴ JAEGER, R. *All about hedge funds: the easy way to get started*. New York: The McGraw-hill companies, 2003. 330 s. ISBN 0-07-139393-5 s. 2-5

offshorové investiční společnosti se sídlem v daňových rájích. V rámci vnitřní struktury jsou pak často manažeři partnery v hedgeových fondech, nikoliv pouze zaměstnanci. Tudíž se podílejí na výnosech a ztrátách hedgeového fondu. Tito manažeři taktéž často odmítají tradiční investiční teorie, např. teorii efektivních trhů.¹⁵

Strategie

Běžné investiční fondy fungují v rámci specifických pravidel, které značně omezují manažery investičních fondů, jedná se obvykle o právní předpisy a prospekt, který určuje jaká strategie bude použita a které investiční nástroje se využijí. Podobná omezení manažerů hedgeových fondů nemají, mohou tak např. využívat pákových operací, kombinovat dlouhé a krátké pozice, rychle měnit strategie a trh, obchodovat s deriváty, atp.¹⁶

Poplatky

Jak v hedgeových, tak v běžných investičních fondech se vyskytují dva typy poplatků. Jednak se jedná o jednorázové vstupní poplatky, které jsou u obou typů investičních fondů relativně podobné, obvykle jsou stanoveny procentem z investice nebo pevnou částkou. Rozdílem mezi oběma typy investičních fondů je jen výše poplatku. A jednak se jedná o poplatky za správu portfolia – management fee. V běžných investičních fondech je výše poplatku obvykle vázána na velikost investovaných aktiv, tudíž by se manažer měl snažit o růst aktiv, aby získával čím dál tím větší odměnu. Na rozdíl od toho u hedgeových fondů je poplatek stanoven podle výkonnosti – procentně z vydělaného zisku. Tudíž takto nastavený systém nutí manažera do většího rizika, jelikož pokud fond není výnosový, nedostává žádnou odměnu, naopak pokud dosahuje výnosu jeho odměna bývá často velice vysoká.¹⁷

Likvidita

U běžných investičních fondů je obvykle snaha o získání co možná nejvíce investorů. Z toho vyplývá nutnost investičních fondů na zajištění denní likvidity, zveřejňování

¹⁵ LHABITANT, F. S. *Handbook of Hedge Funds*. New York: John Wiley & Sons, Ltd., 2006. 654 s. ISBN 978-0-470-02663-2

¹⁶ JAEGER 2003 op. cit., s. 4-6

¹⁷ Tamtéž s. 29-30

přeceněných aktiv a možnost realizace zpětného odkupu (v České republice nebyla dříve možnost zakládat otevřené investiční fondy). Z tohoto důvodu jsou manažeři běžných investičních fondů omezeni v investování. Musí volit takové nástroje, které jim zajistí okamžitou likviditu, aby kdykoliv mohli vyplatit investory. Naproti tomu hedgeové fondy stanovují minimální délku investičního období. Obvykle se jedná o jeden a více let, avšak doba může být i kratší. Dále jsou pak určeny podmínky a termíny pro výstup a vstup investorů. Dřívější vystoupení není často vůbec možné nebo bývá značně sankcionováno. Díky tomuto nejsou manažeři hedgeových fondů tolik omezeni ve volbě investičních nástrojů. Mohou tak investovat například do dlouhodobých nelikvidních aktiv a nemusí držet prakticky žádnou disponibilní hotovost.¹⁸

Zdanění

Zdaňování hedgeových fondů v České republice se budu věnovat v samostatné kapitole. Co se týká hedgeových fondů ve Spojených státech amerických. Samy investiční fondy obvykle daně neplatí. Ty platí investoři na základě svých podílů v investičním fondu, obdržených dividendách a realizovaných ziscích. Investiční fondy odvádějí daně pouze v případě, že svůj zdanitelný výnos nepřerozdělují, k čemuž však z důvodu nevýhodnosti obvykle nedochází. Hedgeové fondy na rozdíl od běžných investičních fondů vzhledem ke své právní formě obvykle nemají povinnost zdaňovat svůj výnos, i když neprovedou přerozdělení výnosů. Naproti tomu jsou investoři povinni odvést daň ze zisku i v situaci, že jim zisk nebyl vyplacen, avšak hedgeové fondy by měly být natolik výnosné, že by tato skutečnost neměla potencionálně investory nikterak omezovat. Obecně je však v poslední době trend přesunovat domicily hedgeových fondů do států s nulovým nebo minimálním zdaněním investičních fondů.¹⁹

Samozřejmě existují i další zvláštnosti hedgeových fondů, jako například transparentnost, rizikovost, kultura, obchodní vztahy, atp., avšak není potřebné zde stanovovat jejich taxativní výčet, pro základní pochopení rozdílů od běžných investičních fondů by výše uvedené rozdíly měly postačit.

¹⁸ LHABITANT 2006 op. cit.

¹⁹ JAEGER 2003 op. cit., s. 11-13

3.3 Historie hedgeových fondů

Počátky vzniku hedgeových fondů můžeme naléznout již v roce 1940 ve Spojených státech amerických. V tomto roce zde vyšel zákon o investičních společnostech (investment company act), který se snažil o ochranu drobných investorů. Cílem zákona byla regulace všech podílových fondů, až na jednu výjimku, a tou byly fondy určené pro bohaté investory (více než 1 milion dolarů). Tezí totiž bylo, že v případě, že bohatý investor přijde o svoji investici, tak na něj tato ztráta nedopadne tak tvrdě jako na chudší obyvatele, proto nebylo třeba bohaté investory chránit.²⁰

Této výjimky jako první²¹ využil v roce 1949 Alfred Winslow Jones, kdy založil první hedgeový fond. Alfred Winslow Jones byl zástupcem šéfredaktora časopisu Fortune. V tomto časopise vydával články, kde se zabýval technickými metodami analýzy trhu a investiční strategií, která měla přinášet vyšší výnos, kvůli použití zajištění (hedgingu).²² Své teoretické poznatky chtěl převést do praxe, a tak založil společnost A.W. Jones & Co., kterou koncipoval jako general partnership (obdobu veřejné obchodní společnosti), aby obešel regulace americké Komise pro cenné papíry a mohl tak využít vlastní strategii. Ta spočívala ve využívání pákových mechanismů a v zastávání jak dlouhých, tak krátkých pozicích. Obě formy obchodu již v této době byly sice známy, ale A. W. Jones je poprvé použil ve spojení. Další jeho inovací bylo účtování poplatků ve výši 20 % z generovaného zisku namísto poplatků za správu aktiv. Taktéž vložil do fondu své vlastní finanční prostředky, čímž došlo ke zkombinování zájmu manažerů s investory. Do širšího podvědomí se Jonesův fond dostal v roce 1966, kdy časopis Fortune zveřejnil výsledky výkonnosti fondu, které mezi lety 1955 – 1965 dosáhl kumulovaného výnosu 670 %. Druhým nejvýnosnějším fondem ve sledovaném

²⁰ JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. Praha: GRADA Publishing, 2006. 260 s. ISBN80-247-1826-X. s. 56

²¹ Někteří autoři uvádějí počátek hedgeových fondů u jiných osob, např. Ineichen odkazuje dokonce na biblické příběhy, Jaeger pak uvádí Benjamina Grahama a jeho Investment pool, dále pak jsou za zakladatele považováni obchodníci z Wall street využívající arbitráže, atp. avšak až Jones spojil několik typických prvků pro hedgeové fondy dohromady.

²² RITTEREISER, C. *Top Hedge Fund Investors: Stories, Strategies, and Advice*. 1. vyd., New York: Wiley and Sons, 2010. 288 s. ISBN 0-470-50129-4 s. 11

období byl Dreyfuss Fund s kumulovaným výnosem 358 %. Zveřejnění těchto výsledků odstartovalo boom hedgeových fondů.²³

Následovníci A. W. Jonese

Po zveřejnění výsledku dosaženým Jonesem se počet hedgeových fondů ve Spojených státech amerických zvýšil až na 150. 60-tá léta byla pro hedgeové fondy vysoce úspěšná, jelikož v tomto období docházelo k obecnému růstu trhů. V této době taktéž začínají dva z nejznámějších manažerů investičních fondů George Soros a Warren Buffett.

George Soros, původem z Maďarska, se ve svých začátcích na finančním trhu zpočátku specializoval na arbitráže. Až v roce 1969 založil spolu s Jimem Rogersem hedgeový fond Quantum Fund. Začínal s 4 miliony dolarů, z nichž během necelých dvou let vygeneroval zisk několik stovek milionů dolarů. V dnešní době má jeho fond hodnotu v řádech jednotek miliard dolarů. George Soros se zaměřil především na měnový trh, který se díky kolapsu bretton-woodského systému stal velice atraktivním. Právě spekulace s měnami udělali George Sorose známého i mezi neobornou veřejností, když začátkem 90-tých let spekuloval na pokles britské libry. Do těchto spekulací vložil veškeré své finanční prostředky a podařilo se mu porazit Bank of England a způsobil tak devaluaci britské libry a destabilizoval celý evropský finanční trh. Nutno však říct, že ne vždycky se mu spekulace dařily. V dnešní době se již věnuje pouze charitativní činnosti.²⁴

Warren Buffett, též známý jako „věštec z Omahy“ se investování věnoval již od svých 13 let, kdy si pořídil první akcie. Po spolupráci s Benjaminem Grahamem zakládá vlastní investiční fond Buffett Partnership. Fond funguje až do roku 1969, kdy jeho činnost Warren Buffett ukončuje s tím, že již nerozumí akciovému trhu. Po dobu existence dosáhl fond ročního výnosu 29,5 %. Po té koupil upadající textilní společnost Berkshire Hathaway, kterou se rozhodl restrukturalizovat. Po restrukturalizaci se společnost Berkshire Hathaway stala jeho mateřskou společností uskutečňující další investice. Jeho strategie je od té doby zaměřena především na vyhledávání a pořízování

²³ LHABITANT 2006 op. cit.

²⁴ JÍLEK 2006 op. cit., s. 61-64

podhodnocených akcií. V současnosti se řadí mezi nejbohatší lidi na zemi a věnuje se převážně filantropii.²⁵

70-tá léta

Na rozdíl od výnosných 60-tých let se situace počátkem 70-tých let rapidně změnila. Manažeři hedgeových fondů toužili po vysokých ziscích, měnili své strategie a zaujímalí dlouhé pozice s použitím finanční páky. Avšak tato strategie se jim následně vymstila, jelikož především v letech 1973 - 1974 nastal na akciovém trhu výrazný pokles a z dříve býčích trhů se staly trhy medvědů. Oba hlavní indexy Dow Jones a S&P 500 spadly téměř na polovinu své hodnoty. V tomto období řada hedgeových fondů zkrachovala a na dlouhou dobu u investorů ztratily důvěru.²⁶

80-tá léta

V 80-tých letech docházelo postupně k obratu. Rostoucí inflace, oslabování dolaru, růst úrokových sazeb, růst ceny komodit a celkový vývoj světové ekonomiky znamenal opět obrát k býčím trhům. V této době byl velmi úspěšný zejména fond Juliana Robertsona Tiger fund, jež měl za prvních šest let průměrný roční výnos 43 %. Ve své investiční strategii využíval především deriváty jako futures a opce, čímž přispěl k jejich rozvoji. Situace na finančním trhu byla stabilní až do 19.10.1987, též označované jako černé pondělí, kdy došlo k velkému propadu většiny indexů. Tento propad netrval však příliš dlouho a již brzy trhy nabraly rostoucí trend.²⁷

90-tá léta až současnost

Od začátku 90-tých let dochází k prudkému nárůstu počtu hedgeových fondů. Z původních přibližně 500 fondů se během deseti let zvýšil jejich počet až na 6 000. Další problémy hedgeových fondů z důvodu špatné strategie a pak především

²⁵ HAGSTROM, R. G. *The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor*. 1. vyd., New Jersey: John Wiley & Sons. 1997. 336 s. ISBN 978-0471177500 s. 3-10

²⁶ STANOVSKÝ, Z. *Analýza hedgingových fondů*. Brno. 2006. 96 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. s. 34

²⁷ SMOLOVÁ, K. *Analýza vývoje regulace hedgeových fondů*. Praha. 2013. 95 s. Diplomová práce.

Vysoká škola ekonomická v Praze, fakulta financí a účetnictví. s. 21

v souvislosti se splasknutím technologické bubliny nastávají na přelomu tisíciletí. Dochází ke krachu řady významných hedgeových fondů (např. LTCM) a hedgeové fondy jsou často terčem negativní medializace, často jsou dokonce označovány za viníky ekonomických krizích, především té poslední, avšak dle nejen mého názoru jsou viníkem krize dohledové orgány, které nezvládly svoji úlohu.²⁸

Po roce 2000 opět počet hedgeových fondů roste až do již zmíněné ekonomické krize z let 2008 a 2009, avšak ani ta nezabránila opětovnému počtu nárůstu hedgeových fondů v pokrizových letech. Avšak tato krize způsobila silné právní regulační tendence, kterým bude věnována další část textu. V současnosti tak existuje více jak 10 000 hedgeových fondů obhospodářujících více jak 2,4 bilionu dolarů.²⁹

²⁸ EISENREICH, J. *Způsoby právní úpravy hedgeových fondů*. Praha. 2013. 89 s. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, právnická fakulta. s. 18-19

²⁹ *Hedge funds extend record asset total for fourth consecutive month*. [online]. 2014 [cit. 4. 1. 2014]. Dostupné z: <http://www.hedgeweek.com/2013/07/19/187600/hedge-funds-extend-record-asset-total-fourth-consecutive-month>

4. Hedgeové fondy v právním systému

Tato kapitola je zaměřena na vymezení práva hedgeových fondů, respektive investičních fondů a jeho místa v českém právním systému. Tato kapitola je spíše zaměřena na právní laiky, kteří by se z této kapitoly měli dovědět, jaký je vůbec právní systém, kam lze konkrétně zařadit právo hedgeových fondů a proč a jaké jsou prameny právní úpravy hedgeových fondů.

4.1 Finanční právo

Ač někteří autoři s tímto dělením nesouhlasí (např. Kelsen, Weyr), obecně se dělí komplex právních norem na právo soukromé a právo veřejné. Na odlišení práva soukromého a veřejného existuje řada teorií. Nejčastěji se však uvádějí tři základní, a to zájmová (Ulpianova) teorie, kterou lze vyjádřit tak, že jde-li o veřejné zájmy, pak se řídí právem veřejným, jde-li o soukromé zájmy, pak se řídí právem soukromým. Tato teorie je však již dlouho překonána, jako druhá je pak teorie mocenská, podle které je pro veřejnoprávní vztahy typické, že jeden účastník vztahu je druhému nadřazen, zatímco ve vztazích práva soukromého jsou si všichni účastníci rovni. Tato teorie je již taktéž překonána, především z hlediska existence veřejnoprávních smluv. Dnes je proto nejvíce přijímanou teorií teorie organická. Podle které veřejným právem souhrn norem, v nichž alespoň jeden subjekt právního vztahu je nositelem veřejné moci. Veřejné právo tak upravuje právní vztahy, v nichž alespoň na jedné straně vystupuje orgán veřejné moci jako její nositel a soukromé právo je pak právo, jež upravuje ostatní právní vztahy.³⁰

Soukromé a veřejné právo se pak následně člení na právní odvětví. Do práva veřejného patří ústavní právo, správní právo, trestní právo, atp. a pak především pro nás podstatné finanční právo. Jen pro doplnění je vhodné uvést, že do práva soukromého patří především občanské právo, obchodní právo, rodinné právo, atp.

³⁰ FIALA, J. a kol. *Občanské právo hmotné*. 2. upravené vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 650 s. ISBN 978-80-7380-228-8 s. 27-30

Finanční právo řadu let nebylo uznáváno jako samostatné právní odvětví a řadilo se pod správní právo. Dnes však dle řady autorů naplňuje znaky odvětvových kritérií³¹ samostatného odvětví právního řádu s vlastním předmětem právní úpravy a specifickou metodou právní regulace.³²

Finanční právo lze definovat jako souhrn právních norem, které upravují vztahy vznikající v procesu tvorby, rozdělování a používání peněžní masy a jejích částí. Finanční právo lze pak členit na obecnou část (prameny, instituty finančního práva, atp.), procesní část (proces správy daní, rozpočtový proces, atp.), trestní část (odpovědnost za porušení finančně právních norem) a zvláštní část (hmotné právo).³³

Zvláštní část finančního práva se pak člení na fiskální právo, které se věnuje právní úpravě toku peněžních prostředků, jež slouží k naplnění veřejných fondů – berní právo, rozpočtové právo, atd. a na nefiskální právo, které se věnuje regulaci společenských vztahů vznikajících a realizujících se v rámci peněžního systému, kde veřejná moc působí především formou dohledu nebo dozoru. Do nefiskálního práva tak patří především měnové a devizové právo, bankovní právo, pojišťovnictví, právo kapitálového trhu a pro nás podstatné právo kolektivního investování.³⁴

Právo kolektivního investování je souhrnem právních norem upravujících činnost institucí kolektivního investování, tedy i hedgeových fondů. Podobnou materií se zabývá i právo kapitálového trhu, vzájemně se tyto dvě právní oblasti doplňují a nelze mezi nimi vytyčit jasné hranice.

Podle mého názoru není zařazení práva kapitálového trhu, respektive práva kolektivního investování striktně mezi veřejnoprávní odvětví příliš šťastné. U hedgeových fondů můžeme pozorovat i řadu soukromoprávních prvků, především z oblasti občanského

³¹ Dle Průchy jsou odvětvová kritéria metoda právní regulace, vnitřní systémová soudržnost okruhu právních norem, samostatnost předmětu právní úpravy a jeho odlišnost od předmětu právní úpravy jiných právních odvětví a objektivní zájem společnosti na dané výšeji právního řádu jako samostatného odvětví práva, viz PRŮCHA, P. *Správní právo*.

³² MRKÝVKA P., PAŘÍZKOVÁ, I. *Základy finančního práva*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2008. 252 s. ISBN: 978-80-210-4514-9.

³³ BAKEŠ, M. *Finanční právo*. 5. upr. vyd. Praha : C. H. Beck, 2009. 548 s. ISBN 978-80-740-0801-6. s. 12-13

³⁴ MRKÝVKA 2008 op. cit., s. 25

a obchodního práva. Avšak je třeba uznat, že se zde objevuje poměrně vysoký výskyt vrchnostenských (nerovných) právních vztahů. Osobně bych spíše preferoval zařazení práva kolektivního investování a práva kapitálového trhu na pomezí mezi veřejným právem a soukromým právem.

4.2 Prameny právní úpravy

Tato podkapitola nemá za cíl zde poskytnout taxativní výčet pramenů právní úpravy hedgeových fondů. Pouze zde budou uvedeny nejdůležitější právní normy, aby alespoň čtenář získal obecný přehled o podstatných právních normách podílejících se na úpravě kolektivního investování.

Obecně se prameny právní úpravy dělí na materiální a formální. Materiální prameny nás příliš nebudou zajímat, ty vesměs odpovídají na otázku odkud se právo vzalo, tedy společenské poměry, veřejné zájmy, historické události, atp.³⁵

Mezi formální prameny, tedy platnou právní úpravu můžeme zařadit především mezinárodní smlouvy, komunitární právo a zákony. Jejich výčet zde uvedu pouze heslovitě, celé znění lze pak nalézt v seznamu použitých zdrojů. Z mezinárodních smluv a komunitárního práva mají vliv především směrnice Rady 85/611/EHS (UCITS), směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES (SKIPCP), Směrnice 2011/61/EU (AIFM), Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/78/EU (OMNIBUS), atp.

V rámci české legislativy jsou nejdůležitější zákon o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen ZISIF), o České národní bance, o dohledu nad kapitálovým trhem, o podnikání na kapitálovém trhu, atd.

³⁵ MRKÝVKA 2008 op. cit., s. 57-59

5. Nástroje hedgeových fondů

Jak již bylo řečeno, hedgeové fondy jsou specifické investiční fondy, a stejně tak používají pro své investiční strategie i specifické investiční nástroje, kterým se bude věnovat tato kapitola. V této kapitole tedy budou představeny nejpoužívanější nástroje hedgeových fondů a vysvětlena jejich podstata.

5.1 Maržové obchody

Maržové obchody jsou jedním z nejpoužívanějších nástrojů na finančním trhu a nejen hedgeovými fondy, proto nemá příliš smysl tento nástroj rozebírat do přílišné hloubky. Podstatou maržového obchodu je nákup investičního instrumentu s využitím úvěru. S použitím úvěru získává hedgeový fond možnost využití dodatečného kapitálu k dalším investicím a tím zvýšit šanci na získání vyšších příjmů z uskutečněných obchodů.³⁶ Princip je tedy následující, v případě nevyužití finanční páky, v případě, že investuji např. do akcií 100.000 Kč a hodnota akcie naroste o 10%, vydělám 10.000 Kč, tedy 10% a stejný poměr ztratím, když akcie propadne. V případě maržových obchodů opět investuji svých 100.000 Kč, avšak tentokrát si k nim půjčím dalších 900.000 Kč (poměry půjčky mohou být téměř jakékoliv), tedy investuji 1.000.000 Kč. V případě nárůstu akcie o 10% má moje investice hodnotu 1.100.000 Kč, 900.000 Kč vrátím plus nějaké úroky z půjčky a celkem tedy vydělám téměř 100.000 Kč, což je podstatný rozdíl oproti 10.000 Kč vydělaným bez použití maržového obchodu. Ovšem je třeba upozornit, že tento způsob obchodování je zároveň vysoce rizikový. Jestliže akcie naopak propadnou o 10% na hodnotu cca 909.000 Kč a já budu muset následně vrátit půjčenou částku plus úroky z půjčky, tak mi nakonec nezbude z mých původních 100.000 Kč prakticky nic.

5.2 Arbitráž

³⁶ ŠURA, J. *Finanční páka a černá labuť*. [online]. 2014 [cit. 11. 1. 2014]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/investice/257749-financni-paka-a-cerne-labute>

Arbitráž můžeme rozlišit na dva typy. Výhodnější je tzv. čistá arbitráž. Ta zajišťuje investorovi zisk bez jakéhokoliv rizika. Pro čistou arbitráž je zapotřebí nalézt dvě totožná aktiva, která se na různých místech obchodují za různou cenu a jistotu, že se ceny za určitou dobu srovnají. Např. zlato se na trhu v New Yorku prodává draž, než na trhu v Tokiu, proto současně nakoupím zlato v Tokiu a prodám v New Yorku, tím si zajistím okamžitý zisk bez rizika. Avšak takovéto investiční příležitosti se snaží vyhledávat obrovské množství investorů, proto šance na objevení čisté arbitráže je velmi malá. Zároveň však investor musí splňovat tyto podmínky, musí být schopný tyto transakce realizovat v obrovských objemech za minimální náklady, jelikož cenový rozdíl bývá tak malý, že smysl obchod realizovat má pouze ve velkých objemech.

Druhým typem je tzv. spekulativní arbitráž, která je běžněji uskutečnitelná, avšak nezaručuje zisk. Principem je najít dvě podobná aktiva, která měla v minulosti podobné pohyby a v současnosti se od sebe odchýlila. Arbitráž je pak založena na domněnce, že se v budoucnosti k sobě zase přiblíží.³⁷

5.3 Prodej na krátko

Prodej na krátko (short selling) je spekulace na pokles aktiva. Znamená to, že prodáváme aktivum, které máme pouze půjčené. Využívá se v tu dobu, kdy očekáváme pokles cen aktiv, tzv. medvědí trh. Princip je v tom, že si aktivum od někoho půjčíme, následně ho na trhu prodáme a když jeho cena dostatečně klesne opět jej ve stejném množství odkoupíme a vrátíme původnímu majiteli. Oproti dlouhé pozici je však tento postup velice rizikový, protože se můžeme dostat do nekonečné ztráty, jelikož aktivum může naopak neomezeně růst a my budeme muset vydat velké finanční prostředky na jeho zpětný odkup, abychom jej mohli vrátit. U dlouhé pozice však maximálně můžeme přijít o počáteční hodnotu investice, kdy cena aktiva klesne na nulu.³⁸

³⁷ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. Praha : Grada Publishing, 2005. 176 s. ISBN 978-80-247-1205-5. s. 72-74

³⁸ *Správa o finančnej stabilite - Národná banka Slovenska*. [online]. 2007. [cit. 11. 1. 2014]. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/zaklnbs/publik/sfs/sfs2006.pdf

Postup lze tedy vysvětlit následovně. Například si půjčíme od majitele 100 akcií společnosti ČEZ, a.s., ty obratem prodáme na trhu za 1 000 Kč za jednu, tedy za 100 000 Kč. Po určité době hodnota akcie společnosti klesne na 800 Kč. V tu chvíli nakoupíme opět 100 kusů akcií ČEZ, a.s. za 80 000 Kč. 100 kusů akcií tedy můžeme vrátit majiteli plus úrok z půjčky, náš zisk pak je v závislosti na výši úroků a délce půjčky něco pod 20 000 Kč. Problém však nastane, když akcie společnosti začnou růst a nejeví tendenci, že by měly někdy klesnout. V takovém případě např. můžeme být donuceni, abychom je mohli vrátit, nakoupit akcie za 2 000 Kč za kus, tedy všechny za 200 000 Kč, naše ztráta je potom 100 000 Kč plus úrok z půjčky.

5.4 Obchodování s deriváty

Deriváty jsou finanční instrumenty, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty podkladového aktiva. Uzavírají se obvykle smluvně a jejich vypořádání nastává s určitým zpožděním od uzavření obchodu. Deriváty jsou tedy právními dokumenty o v minulosti uzavřených a doposud ještě nevypořádaných obchodech, jejichž vývoj kurzu je závislý na vývoji kurzu podkladového aktiva, od kterého jsou odvozeny. Mezi deriváty můžeme zejména zařadit opce, swapy, forward a futures.³⁹

Opce

Opční smlouva obsahuje právo držitele opce, nikoliv však povinnost, koupit, v případě kupní opce nebo prodat, v případě prodejní opce, v dohodnutém termínu podkladové aktivum za předem stanovenou cenu. Prodávající opce obdrží od kupujícího opce tzv. opční prémii, která je obvykle splatná při sjednání opce. Na rozdíl od ostatních derivátů se jedná o tzv. podmíněný kontrakt, tzn. držitel opce má právo volby a záleží pouze na něm zda-li se vypořádání uskuteční, nebo ne.⁴⁰

³⁹ REJNUŠ 2010 op. cit., s. 244-245

⁴⁰ JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha : GRADA Publishing, 2005. 632 s. ISBN 80-247-1099-4. s. 437

Swapy

Swap je individuální nestandardizovaná smlouva, nejčastěji obchodovaná prostřednictvím OTC trhu. Strany kontraktu se zavazují v různých okamžicích v budoucnu vyměnit si (to swap) mezi sebou podkladové aktiva, jimiž obvykle jsou devize, komodity, akcie, atp. za předem pevně stanovených podmínek.⁴¹

Forward

Forward je nestandardizovaný termínový kontrakt zavazující k plnění obě smluvní strany, jež se individuálně dohodnou na konkrétních podmínkách obchodu, tedy se opět obchodují nejčastěji prostřednictvím OTC trhů. Principem forwardu je prodat nebo nakoupit podkladové aktivum za dnes stanovenou cenu s dodáním v budoucnu. Investor, který nakupuje termínově podkladové aktivum očekává, že jeho cena v budoucnosti poroste nad cenu sjednanou v termínovaném kontraktu a získá tak podkladové aktivum, které pak výhodněji prodá za dnes sjednanou cenu. Naopak investor, který termínově prodává podkladové aktivum očekává pokles jeho ceny ve srovnání se sjednanou cenou v kontraktu, takže při vyrovnání kontraktu bude moci nakoupit podkladové aktivum levněji za aktuální tržní cenu a prodat je za termínovanou.⁴²

Futures

Futures je standardizovaný burzovní kontrakt uzavíraný na speciálních termínových burzách. Obchodování s futures podléhá pevným burzovním pravidlům s předem určeným termínem vypořádání. Ceny futures kontraktů stanovuje tvůrce trhu na základě odhadovaného vývoje ceny podkladového aktiva. Jako podkladová aktiva lze využít celou řadu instrumentů, jakými jsou například burzovní indexy, akcie, měny, nerostné suroviny, atd. Princip kontraktu je stejný jak u forwardů. Na rozdíl od forwardů jsou však futures více likvidní z důvodu jejich standardizace.⁴³

⁴¹ REJNUŠ 2010 op. cit., s. 255-256

⁴² JÍLEK 2005 op. cit., s. 87

⁴³ REJNUŠ 2010 op. cit., s. 251

6. Strategie hedgeových fondů

Tato kapitola je zaměřena na analýzy strategií hedgeových fondů. Existuje mnoho strategií hedgeových fondů, avšak všechny víceméně vycházejí ze základních osmi hedgeových strategií a to Long/Short Equity hedge, Event Driven, Multi-strategy, Discretionary Macro, Systematic CTA, Credit strategy, Distressed a Equity market neutral. V této kapitole tak bude popsán základní princip jednotlivých strategií, jejich hlavní rizika a výhody a nevýhody.

6.1 Long/Short Equity hedge

Long/Short Equity hedge, známá též jako Equity hedge, je v současnosti nejběžnějším typem strategie hedgeových fondů. Svým principem se velice blíží strategiím používaných běžnými investičními fondy. Tato strategie kombinuje dlouhodobou držbu cenných papírů s tzv. prodeji nakrátko. V době růstu jsou tvořeny zisky z dlouhých pozic a prodej nakrátko slouží k zajištění. V době poklesu trhu jsou zisky tvořeny z krátkých pozic. Podíl dlouhých a krátkých pozic se v portfoliu mění v závislosti na předpovědích manažera.⁴⁴ Na rozdíl od běžných investičních fondů není snahou minimalizovat ztráty, ale tvořit zisk. Proto dochází u hedgeových fondů k investování na kratší období, aby mohly být prováděny změny v portfoliu flexibilněji s ohledem na vývoj trhů. Hedgeové fondy mají obvykle větší zastoupení v dlouhých pozicích, běžný poměr se uvádí 70:30.

Tato strategie byla v poslední době vůbec nejúspěšnější. Taktéž zde dochází k určitému zajištění, proto i riziko není na rozdíl od jiných strategií tak vysoké. Jako příklad hedgeových fondů využívajících tuto strategii lze uvést McGinnis MLP Fund, The Vilas Fund, LP, Midas Partners LLC, atp.

6.2 Event Driven

⁴⁴ JONES, CH. *Hedge Funds of Funds: A Guide for Investors*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2007. s. 274 ISBN 978-0-470-06205-0. s.15

Event Driven strategie je založena na vyhledávání zvláštních investičních příležitostí. Cílem strategie je profitovat z tržních nejistot a obav. Jedná se tedy například o fúze a akvizice, vznik nové firmy vyčleněním části existující a prodej jejích akcií (spinn-off), reorganizace, likvidace, rekapitalizace, konsolidace, bankroty, zpětné odkupy akcií, atp.⁴⁵ Strategie je založena na dokonalé fundamentální analýze a spolehlivých zdrojích informací. Součástí strategie je přesné odhadování, ve kterém momentě cenné papíry koupit a kdy prodat. S touto strategií je často spojen i tzv. insider trading, tedy zneužívání informací v obchodním styku. Strategie je též nazývaná investování podle životního cyklu firmy.

Tato strategie je poměrně riziková, velice zde záleží na dostupných informacích. Pokud se manažer dokáže dostat k interním a velice citlivým informacím, může zaznamenat vysoké zisky. Avšak zisk těchto informací často bývá spojen s trestnou činností. Naopak špatně provedená analýza může znamenat ztrátu celé investice. Tuto strategii využívají např. Stresa Investment Fund, Libra Fund LP, ECF Value Fund LP, atp.

6.3 Multi Strategy

Multi Strategy, jak již vyplývá ze samotného názvu kombinuje v sobě řadu různých strategií, včetně v této kapitole uvedených. Investičním cílem Multi Strategy je zajistit pozitivní výnos bez ohledu na pohyby aktiv, úrokových sazeb nebo měnových trhů. Obecně platí, že rizikový profil klasifikace Multi Strategy je výrazně nižší než vlastního tržního rizika. Diverzifikace pomáhá snadněji dosáhnout výnosů, snižuje volatilitu a riziko.⁴⁶ Multi Strategy by se dala přirovnat k fondu fondů. Jednoznačnou výhodou této strategie je poměrně nízké riziko na hedgeové fondy, naopak nevýhodou je relativně malá výkonnost fondu, avšak na druhou stranu je výkonnost trvalejšího charakteru. Hedgeové fondy, které využívají tuto strategii jsou např. YA Global Investments II, Relative Value Plus, Cape One Financial LP, atp.

⁴⁵ JONES 2007 op.cit., s. 18

⁴⁶ STARR, E. *Multi-Strategy Hedge Funds - Strategy Outline*. [online]. 2004. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z: http://www.eurekahedge.com/news/04may_archive_japan_multistrategy.asp

6.4 Discretionary Macro

Taktéž známá jako Global Macro. Je to jedna z nejproduktivnějších strategií. Zaměřuje se na investiční instrumenty, jejichž cena se odvíjí podle změn v hospodářských politikách spolu s tokem kapitálu po celém světě. Manažeři se pokoušejí odhadnout vývoj akciových trhů, měnových kurzů, úrokových sazeb a komodit a pomocí finanční páky spekulovat na očekávaný vývoj. Manažeři se zpravidla soustředí na předpovídání globálních makroekonomických událostí, které budou mít vliv na ceny finančních aktiv. Manažeři mohou zaujmout pozici na jakémkoliv trhu a v jakémkoliv investičním instrumentu.⁴⁷

Nejčastěji je tato strategie zaměřená na spekulace s měnovými kurzy. Hlavní měnové páry jsou velice likvidní a dají se obchodovat 24 hodin, 6 dní v týdnu. Jednou z hlavních výhod obchodování s měnami je velký pákový efekt, který může být například i 100:1. Na jednu stranu umožňuje tato možnost získat obrovské zisky, ale taktéž může znamenat obrovské ztráty. Asi nejznámější, kdo využíval tuto strategii, je již výše zmiňovaný George Soros. Zde velice záleží na schopnostech manažera a jeho umění predikovat budoucí vývoj a vyhledávání investičních příležitostí, zároveň je však tato strategie velice flexibilní a umožňuje obchodování po celém světě. V současnosti tuto strategii používá např. Abraxas Fund, CAI Global Fund, Sparta Cíclico FIM, atd.

6.5 Systematic CTA

Tato strategie je založena na algoritmickém obchodování, známém též jako black-box trading. Výkonná výpočetní technika na základě příchozích informací podle stanoveného algoritmu podává automatické obchodní příkazy. Algoritmy jsou založeny na sofistikovaných matematických modelech. Tyto modely aplikují v praxi výsledky teoretické matematiky na finančních trzích. Strategie je zaměřená především na

⁴⁷ *Macro Hedge Fund Strategy*. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:

<http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-macro.html>

komoditní deriváty. Obvykle se díky automatizaci uskutečňuje obrovské množství obchodu v krátkých časových intervalech.⁴⁸

Matematické modely je potřeba neustále aktualizovat a vytvářet modely nové. Jako vstupní data složí právě uskutečňované obchody na trzích. Čím více se zadá vstupních dat, tím jsou výsledky přesnější. Parametry modelů se kalibrují za použití zdokonalených statistických postupů. Optimální modelovací přístup je určitým kompromisem mezi statistickou chybou odhadu a nestacionaritou finančního trhu. U této strategie velice záleží na schopnostech programátora modelu a na rychlosti reakce systému. Obchody jsou obvykle uskutečňovány ve velkých objemech, jelikož pohyby kurzu jsou spíše zanedbatelné. Na druhou stranu je tato strategie poměrně bezriziková, ovšem pokud je správně nastaven algoritmus. Menší nevýhodou je potřeba neustále upřesňovat nastavený model. Osobně se domnívám, že do budoucna se tato strategie bude prosazovat čím dál tím víc. Strategii v současnosti využívá například Singleton Fund, LLC, Polar Star Fund Limited, Eckhardt Standard Plus, atp.

6.6 Credit strategy

Credit strategy je poměrně nová, zato rychle se rozvíjející strategie hedgeových fondů. Strategie je založena na separování jednotlivých atraktivních příležitostí v korporátních cenných papírech s pevným výnosem. Mezi ně patří především přednostní i podřízené pohledávky, bankovní úvěry a jiné nesplacené závazky. Často se nejedná o dobře strukturované nabídky uveřejněné na trhu pohledávek. Manažeři obvykle používají fundamentální kreditní analýzy, na základě které se vyhodnocuje pravděpodobnost zlepšení bonity emitenta. V případě očekávání zlepšení bonity dlužníka a s tím související zlepšení jeho platební schopnosti, zkupují jeho závazky.⁴⁹

⁴⁸ GREGORIOU, G. *Hedge funds: Strategies, Risk Assessment, and Returns*. Washington, D.C.: Beard books. 2003. s. 368 ISBN 978-1587982033 s. 121

⁴⁹ HFRI *Hedge Fund Indices*. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z: <https://www.hedgefundresearch.com/?fuse=indices-str>

Tato strategie je poměrně riziková, v případě úpadku dlužníka může být zmařena celá investice. Taktéž je poměrně náročné správně stanovit bonitu dlužníka a odhadnout její budoucí vývoj. Na druhou stranu při správném odhadnutí platebních schopností dlužníka lze zaznamenat poměrně vysoký zisk. Mezi hedgeové fondy, které využívají tuto strategii patří např. ESM Fund I, Candlewood Structured Credit Fund LP, atp.

6.7 Distressed

Strategie se soustředí na akcie či dluhopisy společností, které právě prochází určitým krizovým obdobím. Tuto strategii je možné pojmout dvěma způsoby. Buď se manažer zaměří na společnosti, které se aktuálně nacházejí ve finanční nebo obchodní tísní, typicky se jedná například o předlužení, zastaralé výrobky, klesající tržby, přírodní katastrofy, restrukturalizace, atp. Tyto skutečnosti obvykle způsobí pokles ceny cenných papírů společnosti. Manažeři pak spekulují nato, že jsou dané cenné papíry podhodnocené a společnou krizi přežije. Manažeři se po pořízení cenných papírů pak snaží dané společnosti pomoci z problémů. Druhou možností je prodej nakrátko. Manažer naopak shledává akcie nadhodnocené a očekává, že se společnost dostane do určité existenční krize a její cenné papíry tak poklesnou.⁵⁰

Tato strategie není obecně hedgeovými fondy příliš často využívána. Problémem zde může být relativně delší časové období, než se společnost podaří ozdravit a taktéž vyžaduje větší úsilí manažerů. Známým příkladem z historie využití této strategie je již zmiňovaný Warren Buffett. V současnosti tuto strategii používají např. JLP Partners Fund LP, Distressed Debt Opportunities Fund, Armory Fund LP, atp.

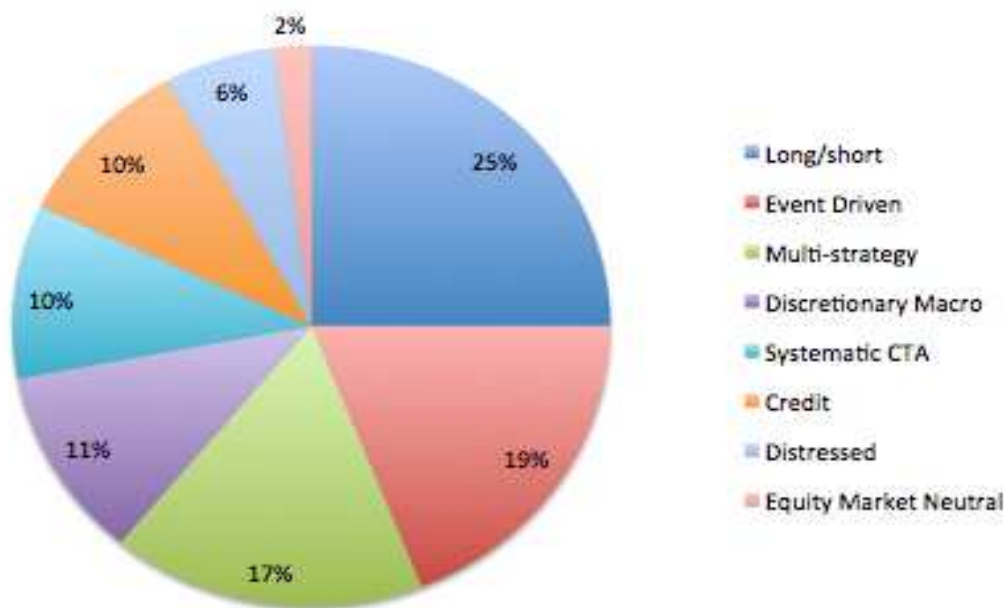
6.8 Equity market neutral

⁵⁰ *Investing in Distressed Securities*. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z: <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-distressed-securities.html>

Strategie Equity market neutral je vůbec nejstarší strategií hedgeových fondů. Tato strategie byla používána již samotným Jonesem. Equity market neutral je velice podobná strategii Long/Short Equity hedge. Cílem této strategie je minimalizace rizika, jež spočívá v nepředvídatelných pohybech na trhu. Tato strategie v podstatě sleduje původní účel hedgeových fondů – zajištění. Strategie Equity market neutral spočívá v rozdělení portfolia do dlouhých pozic (spekulace na růst) a krátkých pozic (spekulace na pokles), oproti strategii Long/Short Equity hedge je však rozdělení půl na půl, s tím že nedochází k pohybu poměrům podle očekávání vývoje. Cenné papíry v portfoliu se pak vyznačují určitou souvislostí, např. stejným průmyslovým odvětvím, atp. Tímto postupem dochází k eliminaci vlivu pohybů trhu a tato strategie se tak vyznačuje nejnižší korelací s trhem.⁵¹

V následujícím grafu je zobrazeno procentní využívání jednotlivých strategií v hedgeových fondech.

Percentage Of Hedge Fund Assets By Strategy



Zdroj: <http://www.forbes.com/sites/brettnelson/2013/06/30/hedge-funds-how-they-invest-their-2-4-trillion-war-chest/>

⁵¹ EISENREICH 2013 op. cit., s. 23

7. Právní úprava hedgeových fondů

Tuto kapitolu považuji za stěžejní část diplomové práce, jejím cílem však nebude komplexní popis právní úpravy hedgeových fondů se všemi možnými úskalími a analýzou související judikatury. Takový popis by jednak několikanásobně překonal rozsah diplomové práce a jednak by se svým zaměřením hodil spíše na právnickou fakultu, taktéž lze pochybovat o užitečnosti takového popisu. Proto se v této kapitole zaměřím především na tu část právní úpravy hedgeových fondů, která by měla sloužit především osobám s ekonomickým zaměřením. Tedy takovým osobám, které by měly zájem hedgeový fond sami provozovat nebo se v něm investičně podílet. Bude tedy zde uvedena hlavně právní regulace založení hedgeového fondu, podmínky fungování, respektive provozování hedgeového fondu, zánik hedgeového fondu, atp. Kromě objasnění právní úpravy de lege lata budu v této kapitole prezentovat i vlastní názor de lege ferenda.

7.1 Definice některých pojmů

V této podkapitole se zaměřím především na zákonné definice některých důležitých pojmů, respektive institucí. Jejich vymezení je zde potřebné vzhledem ke snadnějšímu pochopení fungování hedgeových fondů a následujícího textu, kde tyto pojmy budou používány.

Obhospodařování

Obhospodařováním hedgeového fondu je myšlena správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním. Činnost obhospodařování nesmí nikdo bez příslušného povolení ČNB vykonávat, v případě porušení hrozí sankce za správní delikt. Kdo provádí obhospodařování se nazývá obhospodařovatel. Právní úpravu nalezneme především v § 5 ZISIF a následujících.

Investiční společnost

Investiční společnost je právnickou osobou se sídlem v České republice, která je na základě povolení uděleného ČNB oprávněna obhospodařovat investiční fond, popř.

provádět administraci investičního fondu. Právní úprava investiční společnosti je uvedena v § 7 ZISIF.

Investiční fond s právní osobností

Investiční fond s právní osobností je samosprávným investičním fondem, který je na základě povolení ČNB oprávněn se sám obhospodařovat, popřípadě provádět svoji administraci. Tzn. obhospodařovatelem samosprávného investičního fondu je tento fond. Investiční fond s právní osobností nesmí obhospodařovat jiný investiční fond. V tomto ohledu je tedy výhodnější, pokud máme v portfoliu několik investičních fondů pro obhospodařování zvolit investiční společnost. Investiční fond se pak dělí na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů a ty právě nejbližší v naší právní úpravě odpovídají hedgeovým fondům, fondům kolektivního investování se zde nebude věnovat žádná pozornost. Právní úpravu investičního fondu nalezneme v § 8 a následující a v § 92 a následující ZISIF.

Administrátor

Administrátor investičního fondu je právnická osoba, která pro investiční fond provádí administraci. Administrací se rozumí především vedení účetnictví, zajišťování právních služeb, compliance, rozdělování a vyplácení výnosů z majetku investičního fondu, vyhotovení a aktualizace výroční zprávy a pololetní zprávy tohoto fondu, oceňování majetku a dluhů, atp. Právní úpravu administrátora je uvedena v § 38 a následující ZISIF.

Depozitář

Depozitář investičního fondu je právnická osoba, která je na základě depozitářské smlouvy oprávněna zřídit a vést peněžní účty a evidovat pohyb veškerých peněžních prostředků náležejících do majetku investičního fondu, mít v opatrování majetek investičního fondu a evidovat nebo kontrolovat stav jiného majetku investičního fondu. Depozitář investičního fondu nesmí být zároveň obhospodařovatel tohoto fondu. Ve své podstatě se jedná o další orgán dohledu nad investičním fondem. Z tohoto důvodu bude depozitáři věnován ještě prostor v další kapitole. Právní úprava depozitáře je uvedena v § 60 a následující ZISIF.

7.2 Založení a vznik hedgeového fondu

V této podkapitole bude popsán postup, který je třeba učinit pro založení a vznik hedgeového fondu. Jak již bylo řečeno výše, tak v České republice se svojí podstatou hedgeovým fondům nejvíce přibližují tzv. fondy kvalifikovaných investorů, proto další text bude věnován právě jim a místo označení hedgeové fondy se bude používat legislativně správné označení fondy kvalifikovaných investorů, i když bychom je v právním prostředí České republiky mohli zaměnit.

V právním prostředí České republiky může být fondem kvalifikovaných investorů buď právnická osoba a to konkrétně komanditní společnost, společnost s ručením omezeným, akciová společnost, evropská společnost nebo družstvo nebo entita bez právní osobnosti a to svěřensky fond nebo podílový fond. Tudíž prvním potřebným krokem je založení jedné z výše uvedených možností. (V případě fondů kolektivního investování je možná forma pouze akciové společnosti nebo podílového fondu.)

Akciová společnost

Obvykle jedna z nejčastějších forem investičních fondů. Akciová společnost je všem velice dobře známa, proto se zde nebudu příliš věnovat jejímu představování, ale především se zaměřím na zajímavé změny, které přišly se zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen ZOK), jelikož stále řada lidí dnes (počátek roku 2014) neví, že obchodní zákoník je již zrušen a nahrazen novou právní úpravou. (Stejně tak občanský zákoník z roku 1964)

Alespoň obecně je nutno uvést, že pro založení akciové společnosti je třeba sepsat společenskou smlouvu, podle nové právní úpravy je vtělena do stanov, tudíž nově postačí pouze přijetí stanov akciové společnosti, ty musí být ve formě veřejné listiny, tedy notářského zápisu. Náležitosti, které musí stanovy obsahovat nalezneme v § 250 ZOK. Dále je potřeba, aby každý zakladatel splatil případné emisní ažio a v souhrnu alespoň 30 % jmenovité hodnoty upsaných akcií. Nově již není možné zakládat akciovou společnost veřejnou nabídkou akcií, minimální výše základního kapitálu tak činní 2,000.000,- Kč respektive ekvivalent v eurech – 80.000,- Eur. Dále je nutné zvolit orgány společnosti, zde se udála poměrně zásadní změna. Nově lze zvolit 2 systémy vnitřního uspořádání akciové společnosti – dualistický a monistický. Dualistický systém

je ten, který dosud známe, tzn. statutárním orgánem je představenstvo a kontrolním dozorcí rada. Zde se udály pouze dílčí změny a to že již není určen minimální počet členů orgánu a členem obou orgánů mohou být i právnické osoby, samozřejmě vykonávající činnost prostřednictvím fyzické osoby. V monistickém systému je statutárním orgánem statutární ředitel a kontrolním správní rada. Správní rada může být taktéž jednočlenná a dokonce jediný člen správní rady může být zároveň statutárním ředitelem. Tato úprava slouží pro usnadnění obsazování funkcí v menších akciových společnostech, nebo v těch, které nejsou příliš činné. Jistě je to pro fungování akciových společností velice výhodné, otázkou je ovšem do jaké míry je to výhodné i pro věřitele. Avšak osobně tuto úpravu považuji zatím spíše za pozitivní. Na základě listin, které budou dosvědčovat výše uvedené skutečnosti a mimo nich ještě doklad o sídle, atp. lze provést zápis do obchodního rejstříku (nově není obchodní rejstřík již upraven v obchodním zákoníku, ale v zákoně o veřejných rejstřících), k tomu je nutné si připravit ještě 12.000,- Kč na kolek. Po provedení zápisu do obchodního rejstříku vzniká akciová společnost.

Mimo výše uvedených změn bych zde uvedl ještě některé další změny související s rekodifikací, které by mohly být pro potencionálního zájemce užitečné. Akciové společnosti nyní mají za povinnost zřídit vlastní internetové stránky a uvádět na nich stanovené informace, akcionáři mohou vlastnit akcie různého druhu, zároveň se zavádí zcela nové akcie, tzv. kusové, které nemají jmenovitou hodnotu, hodnota se tak odvíjí od jejich počtu a výše základního kapitálu. Dále je zrušena povinnost volit část členů dozorcí rady zaměstnanci, zrušena je i povinnost tvorby rezervního fondu, valná hromada může rozhodovat per rollam⁵², zavedení kumulativního hlasování, zmírnění obávaného § 196a obchodního zákoníku, zavedení principu Business Judgment (podnikatelský úsudek), atp. Taktéž je nutné připomenout, že akciové společnosti vzniklé podle staré právní úpravy musí své zakladatelské dokumenty (stanovy) podle přechodných ustanovení uzpůsobit nové právní úpravě, k tomu mohou zvolit dvojí způsob, buď se prohlášením podřídí nové právní úpravě jako celku a nebo musí ze stanov odstranit ty části, které odporují donucujícím ustanovením nové právní úpravy.

⁵² Korespondenční hlasování, bez fyzické účasti na valné hromadě

Celkově považuji novou právní úpravu v oblasti akciových společností za krok správným směrem, jelikož značně usnadňuje chod akciových společností, umožňuje větší variabilitu, přibližuje nás standardním evropským úpravám, zjednoduší fungování akciových společností, atp. Avšak bohužel nová právní úprava převzala ze staré i některé nešvary, jako například squeeze out⁵³, který osobně považuji za to nejhorší, co se aktuálně v českém soukromém právu nachází. Nakonec musím bohužel konstatovat, že ZOK obsahuje řadu nejednoznačných ustanovení, které v budoucnu určitě způsobí řadu výkladových nejasností, které bude nutné odstranit soudní judikaturou nebo novelizací zákona.

Společnost s ručením omezeným

Společnost s ručením omezeným patří vůbec k nejčastější formě právnické osoby v České republice, z toho důvodu je i mezi laickou veřejností o ní relativně dobré právní povědomí. Proto není příliš důvodné zde rozebírat do detailu způsob založení a vzniku, ale spíše se zaměřím na změny související s rekodifikací. Obecně založení a vznik společnosti s ručením omezeným je podobný s akciovou společností, samozřejmě s některými odchylkami typickými pro jednotlivé formy právnické osoby.

Jako hlavní změnu považuji zrušení stanovené minimální výše základního kapitálu. Výše základního kapitálu se tak nově bude odvíjet podle vkladu, jehož minimální výše je 1 Kč. Výkladem lze tedy odvodit, že minimální výše základního kapitálu je 1 Kč. Myslím si, že je to krok správným směrem, jelikož 200.000,- Kč podle staré právní úpravy nijak nezlepšovalo postavení věřitelů, jelikož mohl být základní kapitál použit prakticky na cokoliv. Naopak to u některých vzbuzovalo falešnou nedůvěru, ale ve skutečnosti je opravdu jedno, jestli je základní kapitál 1 Kč nebo půl milionu. Alespoň tak pro některé začínající podnikatele bude snazší založit si právnickou osobu. Nově se dále zavádí snazší nakládání s podíly a dokonce s jednotlivými druhy podílů lze spojit rozdílná práva, jako například přednostní právo na výplatu zisku, atp. Dokonce je možné podíl vtělit do kmenových listů, které lze převádět rubopisem. Dále se zavádí větší odpovědnost jednatele, avšak toto lze obejít například tím, že jednatelem může být nově právnická osoba, tzn. stačí jednatelem jmenovat nějakou anonymní společnost a věřitel se opět svých práv nedomůže. Nakonec bych uvedl ještě zrušení početního

⁵³ Forma soukromoprávního vyvlastnění akcií od minoritních akcionářů

omezení společníků (dříve maximálně 50) a zrušení zákazu řetězení. Samozřejmě i společnosti s ručením omezeným se týkají i některé změny, které byly již uvedeny u akciové společnosti, jako je např. rozhodování per rollam, povinnost přizpůsobení zakladatelských dokumentů, atp.

Myslím si, že nová právní úprava usnadní fungování společnosti s ručením omezeným a umožní podnikatelům větší variabilitu a možnost přizpůsobení právnické osoby jejich potřebám, a tedy je to rozhodně krok správným směrem. Avšak obávám se, že nejsou zcela dobře vyřešeny ustanovení o podnikatelském seskupení a ručení členů orgánů při úpadku.⁵⁴

Komanditní společnost, evropská společnost, družstvo

U těchto tří forem obchodní korporace nepředpokládám příliš časté zastoupení u investičních fondů z toho důvodu a z důvodu úspory místa se k nim vyjádřím pouze krátce.

Komanditní společnost je společnost o minimálním počtu dvou společníků, z nichž jeden ručí za dluhy společnosti celým svým majetkem (neomezeně) – komplementář a jeden obdobně jako společník společnosti s ručením omezeným (omezeně) – komanditista. ZISIF přímo upravuje zvláštní druh komanditní společnosti a to komanditní společnost na investiční listy. V tomto případě neomezeně může ručit pouze jeden společník a podíly ostatních společníků jsou představovány investičními listy (cenný papír na řad), ty mohou být různých druhů, jejichž obsah se určí ve společenské smlouvě. Převoditelnost investičních listů není omezena, což umožňuje snadnější a rychlejší převoditelnost. Avšak domnívám se, že i přesto je převoditelnost omezena u fondů kvalifikovaných investorů zákonnými požadavky na kvalifikovaného investora. Samozřejmě může být investičním fondem i „normální“ komanditní společnost. Založení a vznik komanditní společnosti je podobný jako u společnosti s ručením omezeným.

Evropská společnost, neboli Societa Europaea (zkratka SE), je kapitálovou společností založenou podle právních předpisů Evropské unie, konkrétně zejména podle nařízení Rady EU č. 2157/2001. Její pojetí se nejvíce přibližuje akciové společnosti. Největší

⁵⁴ Platí pro všechny typy obchodních korporací

výhodou evropské společnosti je zřejmě možnost snadného přemístění sídla v rámci členských zemí Evropské unie. Podnikatel si tak může zvolit zemi s nejvýhodnějšími podmínkami pro podnikání, jedná se především o daňové zatížení a složitost administrativy a během existence společnosti měnit sídlo podle aktuální přívětivosti podnikatelského prostředí v jednotlivých zemích Evropské unie. Přemístěním sídla nedochází k přerušení právní kontinuity, pouze se změní legislativa, kterou se společnost řídí. Minimální výše základního kapitálu při založení evropské společnosti je 120.000,- Eur. Pro založení evropské společnosti je taktéž vyžadován mezinárodní prvek.⁵⁵

Družstvo je společenství neuzavřeného počtu osob, které je založeno za účelem vzájemné podpory svých členů nebo třetích osob, případně za účelem podnikání. Družstvo musí mít minimálně 3 členy. Družstvo se zakládá ustavující schůzí družstva, na které se přijmou stanovy, zvolí se členové orgánů družstva a schválí způsob splnění základního členského vkladu. Orgány družstva, kam je potřeba zvolit členy, jsou představenstvo a kontrolní komise. Členem orgánu družstva může být pouze člen družstva. Družstvo vzniká zápisem do obchodního rejstříku.

Družstvo považuji pro potřeby fondů kvalifikovaných investorů jako nejméně vhodné, např. z hlediska rovnosti hlasů členů družstva při rozhodování bez ohledu na jejich podíly, nutný vyšší počet členů v orgánech, atp. Evropská společnost se bude zřejmě vyskytovat častěji, především z důvodu snahy o co nejvyšší daňovou optimalizace, ovšem u evropské společnosti na druhou stranu vznikne problém u založení, kdy je vyžadován mezinárodní prvek. Co se týká komanditní společnosti v současnosti, nedokáži odhadnout, nakolik je pro potencionální investory výhodná, rozhodně však lze velice kladně pohlížet na snadnou převoditelnost podílů prostřednictvím rubopisu u komanditních společností na investiční listy.

⁵⁵ *Evropská společnost (SE) – kapitálová obchodní společnost založená evropským právem.* [online]. 2011. [cit. 15. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.ipodnikatel.cz/Zalozeni-obchodni-spolecnosti/evropska-spolecnost-se-kapitalova-obchodni-spolecnost-zalozena-evropskym-pravem.html>

Podílový fond

Domnívám se, že podílový fond bude patřit k nejčastěji používané formě fondu kvalifikovaných investorů. Jeho právní úpravu nalezneme v § 102 a následujících ZISIF. Jak již bylo řečeno podílový fond nemá právní osobnost. Podílový fond je podle zákona tvořen jměním (souhrn majetku a dluhů). Vlastnictví k majetku podílového fondu je určeno podle poměru hodnoty podílových listů vlastněných podílníky (podílníci neručí za dluhy v podílovém fondu), avšak vlastnická práva k majetku v podílovém fondu vykonává vlastním jménem a na účet podílového fondu jeho obhospodařovatel.

Podílový fond se vytvoří tak, že se jeho zakladatelé shodnou na tom, kdo se stane jeho obhospodařovatelem a na obsahu statutu podílového fondu. Podílový fond pak následně vzniká zápisem do seznamu podílových fondů vedeného ČNB, návrh na zápis podává ten, kdo se má stát jeho obhospodařovatelem.

Podílový fond může být v otevřené nebo uzavřené formě. V případě otevřeného podílového fondu není omezen počet podílových listů, který podílový fond vydává a s podílovým listem je spojeno právo podílníka na jeho odkoupení na účet fondu. Vydávání nebo odkup podílového listu se provádí za částku, která je aktuálně rovna jeho hodnotě vyhlášené k rozhodnému dni. Částka může být upravena o administrativní náklady určené ve statutu.

V případě uzavřeného podílového fondu není s podílovými listy spojeno právo na jejich odkup na účet fondu. Uzavřený podílový fond se obvykle zakládá na dobu určitou, v případě že je založen na dobu neurčitou nebo na dobu delší než 10 let, umožní podílníkům po 10 letech od vzniku fondu odkup jejich podílových listů. Jinak je možné nakupovat a prodávat podílové listy na sekundárních trzích.

Osobně si myslím, že každá z forem podílového fondu má své plusy i mínusy a jejich využití záleží na konkrétním záměru podílového fondu. V případě fondů kvalifikovaných investorů, které jsou svojí podstatou určeny spíše menšímu množství investorů a nemají zájem být příliš pro veřejnost otevřené, se domnívám, že spíše bude využívána forma uzavřeného podílového fondu. Další výhodou pak je, že nemusí zveřejňovat hodnotu podílového fondu.

Svěřenský fond

Svěřenský fond je v českém právním prostředí zcela novým pojmem, z toho důvodu jsem se mu rozhodl věnovat o něco větší prostor, jelikož většina lidí tento institut vůbec nezná. Svoji podstatou se svěřenský fond nejvíce přibližuje trustům v zahraničních právních prostředích. Podle autorů občanského zákoníku svoji inspiraci ohledně svěřenského fondu čerpali především z právního prostředí provincie Quebec, ač deklarovali, že se budou snažit přiblížit občanský zákoník co nejvíce českým občanům.

Svěřenský fond je ve své podstatě zvláštní správou cizího majetku, kdy zakladatel svěřenského fondu vyčlení část ze svého majetku a ten svěří správci (v případě investičního fondu je správce obhospodařovatelem), aby jej spravoval za určitým účelem (obvykle se tak děje prostřednictvím smlouvy nebo pořízením pro případ smrti, avšak jako investiční fond může být vytvořen pouze smlouvou). Od této chvíle přestává být zakladatel vlastníkem vyčleněného majetku, avšak vlastníkem majetku není ani správce, ani obmyšlený, dokonce ani svěřenský fond, jelikož jak již bylo řečeno nemá právní osobnost. Svěřenský fond je tedy souborem majetku, který nikomu nepatří.⁵⁶

Uváděnými „výhodami“ svěřenského fondu má být anonymita vlastnictví souboru majetku vyčleněného do svěřenského fondu, jelikož ve veřejných rejstřících nebude nadále zakladatel uváděn jako majitel a nemožnost postižení vyčleněného majetku exekucí či insolvencí. Výše uvedené „výhody“ já osobně za výhody v normálním právním státě určitě nepovažuji. Svěřenský fond se tak stane velice jednoduchou možností jak „odklonit“ nelegálně získaný majetek. Dle nejen mého názoru tento institut bude sloužit pro praní špinavých peněz, ke krytí korupce a poškozování věřitelů. Dokonce i někteří odborníci⁵⁷ tvrdí, že NOZ byl vůbec vytvořen a „protlačen“ právě kvůli svěřenskému fondu, aby se některým politikům podařilo jednoduše zakrýt nelegálně získaný majetek i přesto, že samotný zákon není příliš kvalitní a určitě by si zasloužil ještě delší dobu na dopracování a odstranění řady vad (otázkou ovšem taktéž zůstává potřeba jeho přijetí). Je pravdou, že i v minulosti bylo možné majetek zcela

⁵⁶ KRETKOVÁ, M. *Svěřenský fond, výhodný nástroj pro praní špinavých peněz a daňových úniků?*.

[online]. 2014. [cit. 15. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/sverensky-fond-vyhodny-nastroj-pro-prani-spinavych-penez-a-danovych-uniku-93558.html>

⁵⁷ Autor zná jejich totožnost, avšak nepřáli si být jmenováni.

ukrýt a dostat z dosahu věřitelů různými způsoby, avšak nechápu, z jakého důvodu se vytváří pro zločinné subjekty a nepoctivé dlužníky další možnosti. Tudíž s tímto institutem zcela nesouhlasím a doufám, že bude brzy zrušen a ostatní bych před ním varoval. Co se týče fondů kvalifikovaných investorů, tak mi taktéž nepřipadá příliš vhodný, zejména z důvodu nejasnosti vlastnictví, podmínek plnění ze svěřenského fondu, přístupu do něj, atp.

Obecně nelze určit, která z výše uvedených forem je nejvhodnější pro založení fondu kvalifikovaných investorů. Každá s forem má svoje klady, avšak i zápory a vždy bude záležet na tom, s jakým úmyslem je fond kvalifikovaných investorů zakladatelem zakládán. Podle požadavku zakladatele, lze potom vybrat vhodnou formu. Obvykle bude přihlíženo především k umožnění vstupu a výstupu dalších investorů, stupni utajení vlastnické struktury, složitosti rozhodování společníků, požadavkům na administrativu, daňovým ohledům, potřebnosti rychlosti založení, požadavkům na důvěryhodnost, atp. Tedy před samotným založením jedné z výše uvedených forem je nutné, aby si zakladatel nebo zakladatelé velice dobře rozmysleli, co od fondu kvalifikovaných investorů očekávají a jak konkrétně bude fond kvalifikovaných investorů v průběhu jeho existence fungovat.

Povolení k činnosti

Jako další potřebný krok pro existenci fondu kvalifikovaných investorů je nutné získat povolení k činnosti od ČNB. Investiční fondy lze rozdělit na samosprávné a nesamosprávné investiční fondy. Samosprávné investiční fondy, jak již bylo výše uvedeno, jsou investiční fondy s právní osobností, ty se obhospodařují samy, avšak nesmí obhospodařovat jiné investiční fondy, jedná se o investiční fondy ve formě akciové společnosti, společnosti s ručením omezeným, komanditní společnosti, evropské společnosti a družstva. Takovéto fondy potřebují samostatné povolení k činnosti od ČNB, jak bude uvedeno dále. Na druhé straně jsou pak nesamosprávné investiční fondy, tedy takové, jejichž obhospodařování provádí investiční společnost, obvykle se jedná o formy investičního fondu, které nemají právní osobnost, tedy

svěřenský fond a podílový fond. V takovém případě je nutné získat povolení ČNB pro investiční společnost, která pak následně může obhospodařovat více investičních fondů.

Právní úpravu povolení k činnosti nalezneme především v části třinácté ZISIF a ve vyhlášce č. 233/2009 Sb.

Akciové společnosti bude ČNB uděleno povolení k činnosti investiční společnosti na základě žádosti zakladatele nebo zakladatelů přede dnem jejího zápisu do obchodního rejstříku v případě, že bude splňovat následující podmínky. Sídlo a skutečné sídlo v České republice, skutečným sídlem se zjednodušeně myslí místo, odkud provozuje svoji činnost, tedy nelze např., aby měla pouze poštovní schránku v některém Office house v Praze a veškeré své zaměstnance v Londýně. V rámci liberalizace a podpory ekonomiky bych se osobně nebránil proti tomu, kdyby skutečné sídlo mohlo být kdekoliv v Evropské unii. Společnost je důvěryhodná, jedná se o neurčitý právní pojem, s jehož výkladem by mohly vznikat určité obtíže, toho si však byla vědoma i ČNB, a tak vydala ve Věstníku ČNB č. 13/2013 ze dne 6. prosince 2013 výkladové stanovisko k pojmu důvěryhodnost. Nemá příliš smysl jej detailně zkoumat, obecně se jedná o dobrou pověst, beztrestnost, odborná způsobilost, atp. Jediný drobný problém je, že výklad vyšel až téměř po půl roce od účinnosti ZISIF. Osobně se domnívám, že by zákony měly být natolik jasné a přesné, aby nevyžadovaly žádný další výklad. Společnost ke dni zahájení činnosti bude mít věcné, organizační a personální předpoklady pro výkon činnosti a bude zřejmé, jakým způsobem bude zajišťováno operativní řízení, plněna investiční strategie, řízení rizika, atp. (viz § 479 odst. 1 písm. c ZISIF), opět zde není zcela jasné, co se danými pojmy myslí a pro jejich výklad budeme muset opět použít stanovisko ČNB. Plán obchodní činnosti vymezuje a pokrývá plánovaný rozsah činnosti, je podložený reálnými ekonomickými propočty a vymezuje činnosti, jejichž výkonem hodlá pověřit jiného. Činnost společnosti budou řídit alespoň dvě osoby, které splňují předpoklady k výkonu funkce vedoucí osoby. Jedná se o člověka, který je plnoletý, nemá omezenou svéprávnost, je důvěryhodný, může provozovat živnost, je odborně způsobilý (opět viz výklad ČNB), atd. (§ 516 odst. 1 ZISIF), podle mého názoru by stačila i jedna osoba, především u investičních společností, které neobhospodařují investiční fondy pro širokou veřejnost. Základní kapitál musí být splacen, mít průhledný a nezávadný původ a být ve výši, která

umožňuje řádné obhospodařování investičních fondů a další požadavky uvedené v § 479 odst. 1 ZISIF, které se již netýkají obecně všech investičních společností a dodržení jejich podmínek je nutné zkoumat v konkrétních případech, proto je již zde nebude uvádět.⁵⁸ Při splnění všech výše uvedených podmínek je třeba podat žádost na předepsaném formuláři dostupném např. na internetových stránkách ČNB.

Podmínky, které musí investiční společnost splňovat, jsou relativně přísné a jejich vymezení je dosti neurčité, což si myslím, že by se mělo upravit. Avšak ani při splnění výše uvedených podmínek není v žádném případě zaručeno, že investiční společnost bude řádně fungovat a že investoři nepřijdou o svoje finanční prostředky, osobně se domnívám, že je mnohem důležitější průběžný dohled při výkonu činnosti a zvýšení osobní odpovědnosti zakladatelů a manažerů investiční společnosti. Ovšem v případě rizikových fondů jako jsou hedgeové fondy, respektive fondy kvalifikovaných investorů musí investor počítat s vysokým rizikem a možnostmi značných ztrát, zde bych naopak podmínky ČNB zmínil a větší důraz kladl na obezřetnost investorů a na jejich odpovědnost.

Co se týče samosprávného investičního fondu, tomu bude povoleni k činnosti uděleno na žádost zakladatele nebo zakladatelů před dnem zápisu do obchodního rejstříku, pokud bude splňovat následující podmínky. Osvědčí, že právnická osoba byla založena a má právní formu, kterou připouští tento zákon, založení se doloží zakladatelskými listinami (společenská smlouva, stanovy, atp.). Osoba, která bude depozitářem, potvrdí vytvoření předpokladů k plnění povinností depozitáře. Předloží statut investičního fondu, jehož náležitosti v případě fondu kvalifikovaných investorů nalezneme v § 288 ZISIF. Předloží návrh smlouvy o administraci, v případě že administraci bude provádět jiný administrátor. Předloží společenskou smlouvu, která bude obsahovat investiční strategii tohoto investičního fondu. A zároveň musí splňovat předpoklady pro investiční společnost, které jsou uvedeny výše.⁵⁹ Žádost se opět podává na předepsaném formuláři ČNB.

Jak lze vidět, tak na samosprávný investiční fond jsou kladeny ještě větší nároky než na investiční společnost, což mi přijde docela nelogické, jelikož samosprávný investiční

⁵⁸ § 479 Zákon č. 240/2013 Sb.

⁵⁹ § 480 Tamtéž

fond nemůže, na rozdíl od investiční společnosti, obhospodařovat další investiční fondy, proto zde nehrozí tak vysoká ztráta. Samosprávné investiční fondy obvykle budou určeny spíše pro užší okruh investorů, proto se domnívám, že by nemusely pro ně být kladeny takto široké požadavky.

Po udělení povolení od ČNB může investiční fond, respektive investiční společnost provozovat svoji činnost, avšak i nadále musí dodržovat určitá pravidla, která uvedu v dalších podkapitolách.

7.3 Fondy kvalifikovaných investorů

Tato kapitola bude věnována právní úpravě fondů kvalifikovaných investorů, především bude zaměřena na pochopení jejich podstaty a vytyčení rozdílů, kterými se fondy kvalifikovaných investorů odlišují od fondů kolektivního investování.

Již jen samotný název – fondy kvalifikovaných investorů – evokují, že účastníkem tohoto druhu podílových fondů se mohou stát pouze některé osoby, tedy, že na rozdíl od fondů kolektivního investování není určen široké veřejnosti, ale pouze tzv. kvalifikovaným investorům. Kdo to vlastně jsou kvalifikovaní investoři? Odpověď na tuto otázku nalezneme v § 272 ZISIF. Jedná se především o tzv. profesionální zákazníky, jejichž definice nalezneme v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, právnické osoby podřízené ústřednímu orgánu státní správ a další. Profesionálními zákazníky jsou především finanční instituce, jako jsou banky, pojišťovny, obchodníci s cennými papíry, penzijní fondy, atp. dále pak stát a právnické osoby založené za účelem podnikání, v případě že splňují alespoň dvě z následujících kritérií: 1. celková výše aktiv je alespoň 20 000 000 Eur 2. čistý roční obrát je minimálně 40 000 000 Eur 3. vlastní kapitál je alespoň 2 000 000 Eur. Co se týká ostatních právnických nebo fyzických osob, musí splňovat podmínku splacení vkladu, respektive investice do tohoto fondu v minimální výši 125 000 Eur (cca 3 375 000,- Kč) a učinit prohlášení o tom, že jsou si vědomi rizik spojených s investováním do tohoto fondu.⁶⁰

⁶⁰ §272 Zákon č. 240/2013 Sb.

Jak lze z výše uvedeného vidět, fondy kvalifikovaných investorů nejsou rozhodně pro každého, což je vzhledem k povaze těchto fondů jediné dobře. Diskutovat lze maximálně o hodnotě minimální výše investice. Do toho však zasahují předpisy Evropské unie, tudíž je zde úprava značně omezena, avšak aktuálně k stanovené výši nemám nijak vyhraněný názor a až praxe ukáže, zda je tento limit správně nastaven.

Fondový kapitál u fondu kvalifikovaných investorů musí do 12 měsíců od vzniku investičního fondu dosáhnout alespoň částky 1 250 000 Eur. U fondů kolektivního investování je částka stejná, avšak lhůta pro její dosažení je zde pouze 6 měsíců, jelikož fondy kolektivního investování jsou určeny pro širokou veřejnou a i když jsou vklady spíše menší, tak díky vysokému počtu investorů výše uvedená částka obvykle dosáhne snadněji.

Velice důležitá ustanovení pro fondy kvalifikovaných investorů jsou pak pravidla pro investování a techniky k obhospodařování. V ZISIF nalezneme pouze obecné definice, čeho se pravidla týkají. Jedná se především o pravidla pro skladbu majetku, přijetí úvěru nebo zápůjčky, použití majetku tohoto fondu, uzavírání smluv o prodeji majetkových hodnot, používání technik k obhospodařování tohoto fondu, snižování rizika, atp.⁶¹ Stanovený rámec pravidel je téměř stejný jako u fondů kolektivního investování. Pokud budeme chtít nalézt konkrétní rozměr těchto pravidel, budeme se muset podívat do Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování. Toto nařízení bylo nedávno – 1. února 2014 novelizováno a některá pravidla byla upravena.⁶²

Ač jsou jednotlivá pravidla a jejich rozbor velice zajímavým tématem, z důvodu nedostatku prostoru zde uvedu pouze ty nejdůležitější. Fondy kvalifikovaných investorů mohou investovat maximálně 35 % (dříve 30 %) hodnoty majetku do, zjednodušeně řečeno, jednoho druhu majetku (účast v těžce právnické osobě, určitá komodita, atp.), jedná se o tzv. investiční limit. Pro tento limit existují i výjimky, které jej dovolují

⁶¹ § 284 Zákon č. 240/2013 Sb

⁶² MATUŠÍK, R. *Fondy kvalifikovaných investorů – požadavky na skladbu majetku dle novelizovaného nařízení vlády od 1. února 2014* [online]. 2014. [cit. 19. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/fondy-kvalifikovanych-investoru-pozadavky-na-skladbu-majetku-dle-novelizovaneho-narizeni-vlady-od-1-unora-2014-93877.html>

překročit, výčet výjimek je uveden v § 93 výše zmíněného Nařízení. Na účet fondu kvalifikovaných investorů lze uzavřít smlouvy o prodeji investičních nástrojů, do kterých může tento fond podle svého statutu investovat, ale které nemá ve svém majetku, pouze tehdy, nepřesahují-li závazky z těchto smluv vztahujících se k cenným papírům jednoho druhu vydaných jedním emitentem 35 % hodnoty majetku tohoto fondu. Technikami k obhospodařování fondu kvalifikovaných investorů jsou repo obchody a deriváty, které mohou být podle statutu tohoto fondu sjednány na účet tohoto fondu.⁶³

Fondy kvalifikovaných investorů mají relativně volná pravidla pro investování a techniky k obhospodařování, nejlépe to lze ukázat na pravidlech, která jsou určena standardním fondům kolektivního investování. Obecný investiční limit je pro fondy kolektivního investování 5 %, fondy kolektivního investování nesmí investovat např. do drahých kovů, naopak mohou investovat pouze do cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, mohou poskytovat úvěry pouze se splatností do 6 měsíců a nesmí překročit 10 % hodnoty majetku, nesmí uzavírat smlouvy o prodeji investičních nástrojů, které tento fond nemá ve svém majetku, nebo které má na čas přenechány, atp.⁶⁴ Samozřejmě i zde existuje řada výjimek, která tato striktní pravidla v určité formě zmírňuje.

Jak lze z výše uvedeného vidět, tak skutečně pro fondy kvalifikovaných investorů nejsou stanovena nijak přísná pravidla pro investování a techniky k obhospodařování na rozdíl od standardních fondů kolektivního investování, naopak je jim ponecháno relativně velké pole působnosti. Avšak domnívám se, že investiční limity by mohly být ještě vyšší, popř. žádné.

Nakonec bych uvedl, že je vhodné naplánovat skladbu majetku ještě před založením fondu. Fondy kvalifikovaných investorů musí svou skladbu majetku přizpůsobit požadavkům Nařízení do 18 měsíců od vzniku. Staré fondy se musí přizpůsobit těmto pravidlům nejpozději do 22. června 2015.

⁶³ § 90-95 Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování.

⁶⁴ § 1-29 Tamtéž.

7.4 Provozování fondu kvalifikovaných investorů

Jak lze vidět výše, tak na založení a vznik fondu kvalifikovaných investorů jsou kladeny poměrně přísná pravidla, avšak ani po založení fondu kvalifikovaných investorů nelze předpokládat, že zákonodárci by ze svých požadavků výrazně slevili. Jinak řečeno i „život“ fondu kvalifikovaných investorů po jeho vzniku provází řada pravidel, kterými se musí řídit. Tato pravidla jsou stanovena jednak v ZISIF a jednak ve Vyhlášce č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Fond kvalifikovaných investorů musí samozřejmě dodržovat obecná pravidla o kterých již bylo řečeno výše, týkajících se i podmínek založení a vzniku, jedná se především o udržování minimální výše fondového kapitálu, personálního vybavení, dodržování statutu, umožnění investování pouze kvalifikovaným investorům, atp. Na další důležitá pravidla fungování bude zaměřena právě tato podkapitola.

Fond kvalifikovaných investorů musí při výkonu své činnosti dodržovat základní pravidla jednání, kterými jsou především: nenarušovat stabilitu a fungování trhu, jednat kvalifikovaně, čestně a spravedlivě, uplatňovat postupy pro zajištění ochrany vnitřních informací, předcházet manipulacím s trhem, analyzovat ekonomickou výhodnost obchodů ze spolehlivých a aktuálních informací, provádět obchody za nejlepších podmínek (toto pravidlo je dosti relativní, především jde o to, aby obchody nebyly prováděny za nevýhodných podmínek, a nedocházelo tak k poškozování investorů), dodržovat pravidla pro sdružování obchodů, nenabízet výhody, které nelze zaručeně splnit, provádět platby bezhotovostně, neprovádět obchody, které jsou v rozporu se zájmy investorů, dokumentovat způsob provádění obchodů, kontrolovat správnost evidovaných informací, atd.⁶⁵ Bližší konkretizace těchto pravidel, která vyžadují výklad je pak stanovena ve Vyhlášce ČNB a v předpisech Evropské unie. Výše uvedená pravidla jsou obecná a pochopitelná, jejich účelem je zajištění stability trhu a zabránění poškozování investorů. Proti těmto základním pravidlům nelze zřejmě nic namítat, druhou otázkou ovšem je jejich vymahatelnost a dodržování. V tomto ohledu má

⁶⁵ § 22 Zákon č. 240/2013 Sb.

působnost především ČNB, čemuž bude věnována další kapitola. Tato pravidla jsou společná pro fondy kvalifikovaných investorů i pro ostatní investiční fondy.

Fond kvalifikovaných investorů musí taktéž dodržovat pravidla pro střet zájmu, jejich konkrétní ustanovení tentokrát nalezneme v již výše zmiňované vyhlášce. Jedná se především o předcházení a identifikaci možných oblastí střetu zájmu. Jednak tedy musí být organizačním a řídicím úrovní stanoveny pravomoci tak, aby bylo dostatečně zamezeno vzniku možného střetu zájmů a jednak musí být dodržovány postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmů. Pokud se jedná o možný střet zájmu z hlediska podnikatelského seskupení, je nutné dodržet ustanovení Dílu 9 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, tedy především pravidla pro ovlivnění, ovládající a ovládané osoby, jednání ve shodě a koncern. Pokud nepostačí dodržování těchto pravidel, má fond kvalifikovaných investorů informační povinnost vůči investorům, které musí informovat ohledně možného střetu zájmů. Co se týká zjišťování a posuzování střetu zájmu, je nutné se zaměřit především na to, zdali osoba ve střetu zájmu může získat finanční prospěch na úkor investora, má odlišný zájem na výsledku obchodu prováděného fondem, má motivaci na upřednostnění zájmů jedněch investorů před druhými, atp.⁶⁶ Pokud opět dojde i zde k nějakému možnému střetu zájmu, je povinností oznámit jej investorům předtím, než se provede obchod na účet tohoto fondu. Dále jsou pak pravidla pro střet zájmu upravena ještě příslušnými předpisy Evropské unie.

Další skupina pravidel se týká řízení rizik. Každý fond musí mít vytvořenou strategii řízení rizik, ta by měla obsahovat vymezení rizik, kterým může být tento fond vystaven, zásady pro posuzování významnosti rizik, zásady řízení jednotlivých druhů rizik, metody pro řízení rizik, akceptovatelnou míru rizika z hlediska rizikového profilu fondu (v případě fondů kvalifikovaných investorů bude samozřejmě připuštěna větší míra akceptovatelného rizika), pohotovostní plány pro případ nedostatečné likvidity, atp. Se strategií řízení rizik je nutné seznámit všechny osoby, prostřednictvím kterých se provádí činnost fondu. Podstatné změny systému řízení rizik je nutné oznamovat ČNB. Následně se podle vytyčené strategie provádí pravidelné měření rizika, zpětné testování,

⁶⁶ § 6, 26-28 Vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech ze dne 24 července 2013.

stresové testování a analýzy scénářů vývoje trhu, atp. Následně v případě zjištění rizikových faktorů, které nejsou ve stanovených limitech se použijí předem vytvořené postupy, které zajistí včasné opatření k nápravě. Fondy kvalifikovaných investorů mají za povinnost každoročně přezkoumávat systém řízení rizik a podle potřeby jej upravovat.⁶⁷ Fondy kvalifikovaných investorů mají samozřejmě vyšší míru přípustných rizik oproti standardním fondům kolektivního investování, i přesto pravidla pro postupy řízení rizik jsou jim stanovena obdobně jako standardním fondům. Myslím si, že v tomto ohledu je to nadbytečné a zbytečně to zatěžuje správu fondu kvalifikovaných investorů.

Fondy kvalifikovaných investorů mají za povinnost taktéž vypracovat a pravidelně vyhodnocovat systém odměňování osob, jejichž činnost má významný vliv na rizika, kterým může být tento fond vystaven, podrobné požadavky jsou pak dokonce uvedeny v příloze vyhlášky.⁶⁸ Tato pravidla jsou zde stanovena z důvodu, aby nedocházelo k postupování nepřiměřených rizik ze strany těchto osob, aby nebyly vyváděny peněžní prostředky z těchto fondů, nebylo upravováno výkaznictví, atp.

Poslední důležitou skupinu povinností, které musí fondy kvalifikovaných investorů dodržovat lze označit jako informační povinnosti. Fondy kvalifikovaných investorů mají za povinnost poskytovat respektive zpřístupnit údaje svým investorům, jedná se zejména o údaje o investiční strategii, o podmínkách pro využití pákového efektu, o podmínkách, za jakých může dojít ke změně investiční strategie, identifikující obhospodařovatele, administrátora, depozitáře, hlavního podpůrce a některé další osoby, o řízení rizika, o postupech a podmínkách pro vydání a odkupování cenných papírů, o aktuální hodnotě fondového kapitálu, atp. Tyto údaje musí být průběžně aktualizovány, informace jsou investorům poskytovány v souladu se statutem nebo základními dokumenty fondu, zde lze doporučit například informování prostřednictvím mailu nebo internetových stránek.⁶⁹ Druhou povinností fondů kvalifikovaných investorů je sestavování výroční zprávy, tu sestavuje administrátor fondu kvalifikovaných investorů. Výroční zprávu je nutné vyhotovit nejpozději do 4 měsíců po skončení účetního období. Výroční zpráva obsahuje zejména účetní závěrku ověřenou auditorem

⁶⁷ § 14-16, 31 Vyhláška č. 244/2013 Sb.

⁶⁸ § 32 Tamtéž

⁶⁹ § 241, 293 Zákon č. 240/2013 Sb.

a zprávu auditora, údaje o činnosti, údaje o mzdách a obdobných příjmech vybraných pracovníků a vedoucích osob, údaje o počtu pracovníků a vedoucích osob, údaje o podstatných změnách údajů uvedených ve statutu fondu, atp. Veškeré požadavky, které musí obsahovat výroční zpráva nejsou uvedeny pouze v ZISIF, nýbrž také v předpisech Evropské unie a ve vyhlášce ČNB.⁷⁰

Jak lze z výše uvedeného vidět, provozování fondu kvalifikovaných investorů je poměrně náročný proces, který ještě umocňuje nepřehlednost právních předpisů a neustálé odkazování na předpisy Evropské unie a Vyhlášky ČNB. Jednotlivé povinnosti jsou poměrně pochopitelné a pro investory i žádoucí, avšak při bližším zkoumání jejich hloubky mohou řadu potencionálních zájemců o založení fondu kvalifikovaných investorů odradit. Lze sice pochopit, že nejsme žádnou banánovou republikou (ačkoliv je tady kilo banánů levnější než kilo jablek) a musí tady existovat určitá právní regulace, avšak z důvodu její nepřiměřené míry a možných výkladových nejasností se domnívám, že právnímu prostředí takto spíše škodí. I proto bude pro řadu investorů stále lákavější založit hedgeový fond někde v karibském souostroví, kde není legislativa tak náročná a to nelze zapomenout, že tyto geografické oblasti mají i tak další výhody. Bohužel tato právní oblast je silně harmonizována předpisy Evropské unie a český zákonodárce nemá moc příležitostí s tím něco udělat, ale i přesto považuji ZISIF za příliš složitý a uživatelsky nepříznivý a dovedl bych si představit jeho zjednodušení. Avšak i přesto provoz fondu kvalifikovaných investorů je mnohem méně náročnější než provoz standardního fondu. Kromě již některých výše uvedených rozdílů mají standardní fondy za povinnost ještě například provádět vnitřní audit, záznamy komunikace, compliance, vytvořit pravidla pro vyřizování stížností a reklamací, mají přísnější požadavky na kontrolní a řídicí orgány, podávání pololetních zpráv, pravidla oceňování a mnoho dalších. Osobně si nedovedu představit, že bych měl někdy v České republice založit a provozovat standardní fond kolektivního investování, u fondu kvalifikovaných investorů sice už ta představa není tak drastická, avšak stále bych určitě zvažoval nějakou výhodnější lokalitu.

⁷⁰ § 234, 291 Zákon č. 240/2013 Sb.

7.5 Zrušení a zánik fondu kvalifikovaných investorů

Nic není věčné a stejně tak ani fondy kvalifikovaných investorů. Zrušení a zánik je dovršením jejich životního cyklu. Kromě zrušení a zániku lze sem ještě zařadit tzv. přeměny, jejichž podstata bude vysvětlena níže.

Na úvod je důležité si uvědomit rozdíl mezi zrušením a zánikem. Zrušení je proces, který předchází zániku, může být spojen s likvidací nebo bez likvidace. Likvidací se myslí vypořádání zbývajících závazků, pohledávek a majetku ve fondu. Zánikem je pak myšlen výmaz z obchodního rejstříku.

ZISIF ve svých ustanoveních rozlišuje zrušení fondu kvalifikovaných investorů s právní osobností a zrušení podílového fondu (tzn. bez právní osobnosti). Zde je nutno podotknout, že tím zákonodárci jakoby opomněli fond kvalifikovaných investorů ve formě svěřenského fondu, který je, jak je výše uvedeno, taktéž bez právní osobnosti. Osobně se domnívám, že v tomto případě by se zrušení mělo řídit spíše ustanoveními o zrušení podílového fondu. Zrušení probíhá vždy s likvidací, likvidátorem jmenovaným ČNB nebo soudem. Likvidátorem může být určena pouze osoba, která je zapsána do zvláštního seznamu likvidátorů, který je vedený ČNB.

Důvody pro zrušení fondu kvalifikovaných investorů s právní osobností spočívají zejména v rozhodnutí soudu, soud jmenuje likvidátora na návrh ČNB, v rozhodnutí orgánu fondu, který zároveň s rozhodnutím podá žádost o jmenování likvidátora na ČNB nebo uplynutím doby, v případě, že byl fond založen na dobu určitou.⁷¹

Důvodem pro zrušení podílového fondu může být pak rozhodnutí ČNB nebo soudu, uplynutí doby, na kterou byl vytvořen, rozhodnutí obhospodařovatele fondu a zánik oprávnění nebo zrušení obhospodařovatele fondu, v případě, že ČNB nerozhodne o převodu fondu na jiného obhospodařovatele.⁷²

Jak již bylo výše uvedeno, fond kvalifikovaných investorů nemusí skončit pouze zrušením, nýbrž i přeměnou. Zde by bylo vhodné vysvětlit, co se skrývá pod pojmem přeměna. Přeměnou lze jednak chápat změnu právní formy, například když se ze

⁷¹ § 361 Zákon č. 240/2013 Sb.

⁷² § 375 Tamtéž

společnosti s ručením omezeným stane akciová společnost a jednak spojování nebo rozdělování společností. Spojování společností probíhá tzv. fúzí, ta může být buď ve formě splynutí, což znamená že společnost A a B zanikají a jejich jmění včetně práv a povinností přechází na nově vzniklou společnost C. Druhým typem fúze je sloučení. Při sloučení zaniká společnost B a její jmění včetně práv a povinností přechází na již existující společnost A. Rozdělení může probíhat taktéž v několika formách, např. rozdělení sloučením, vznikem nových společností, kombinací dvou předchozích a rozdělení odštěpením, které může být rovněž různě kombinováno. Proces přeměny je velice složitý postup vyžadující jak právní, tak ekonomické (především daňové a účetní) znalosti, jeho popis by vydal na samostatnou publikaci, proto se jím zde nebudu nijak zvlášť zabývat. Proces přeměny je především upraven v zákoně č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

ZISIF ve svých ustanoveních především vymezuje, které přeměny jsou zakázané a v rámci samotného procesu se především soustředí na oznamovací povinnosti a povolení ČNB. V případě přeměny fondu s právní osobností je zakázána změna právní formy (je možná pouze změna akciové společnosti na akciovou společnost s proměnným základním kapitálem). Tudíž může dojít pouze k fúzi nebo k rozdělení, pro přeměnu je nutné povolení ČNB. O povolení proběhne u ČNB řízení, povolení nebude uděleno, pokud by nebyla zajištěna ochrana zájmů akcionářů tohoto fondu.⁷³

V případě podílového fondu ZISIF upravuje přeměny do větších podrobností. V případě podílového fondu je možná, kromě splynutí a sloučení, přeměna podílového fondu na akciovou společnost, příp. přeměna uzavřeného podílového fondu na otevřený podílový fond. ZISIF připouští jen některé druhy splynutí a sloučení, jejich přípustnost vychází z povahy přeměňovaných fondů. Například není možné, aby standardní podílové fondy splynuly ve fond kvalifikovaných investorů, fondy kvalifikovaných investorů mohou splývat pouze navzájem a to opět ve fond kvalifikovaných investorů. Stejně tak to platí v případě sloučení. Pro splynutí i sloučení je třeba vypracovat projekt, který obsahuje zejména způsob sloučení/splynutí, označení podílových fondů, které se projektu účastní a jejich pozici v něm, důvody pro přeměnu, pravděpodobné dopady na zájmy vlastníků cenných papírů, postup pro výpočet výměnného podílu, návrh nového statutu, atp. Opět

⁷³ § 363-366 Zákon č. 240/2013 Sb.

je k přeměně nutné povolení ČNB. Při určitých formách přeměn je taktéž nutné o přeměně informovat podílníky. Obdobná pravidla platí i pro přeměnu podílového fondu na akciovou společnost, naopak v případě přeměny uzavřeného podílového fondu na otevřený podílový fond nejsou tak striktní pravidla. Při přeměnách je vždy nutné sestavit účetní uzávěrku.⁷⁴

Jako úplně poslední fází je pak tzv. zánik. Zánik následuje po zrušení společnosti. V případě, že fond projde přeměnou a pokračuje v jiné formě dále, k zániku nedochází. Jak již bylo výše uvedeno zánik znamená výmaz z obchodního rejstříku, tím společnost přestává právně existovat. Výmaz se provádí pomocí tzv. inteligentního formuláře na stránkách justice.cz. Nutno však podotknout, že zánik nemusí znamenat definitivní konec, v případě, že se dodatečně objeví nějaký dříve neznámý majetek, soud výmaz zruší a společnost vstupuje opět do likvidace. Častým problémem bývá, že k poslední fázi nedojde a nikdo výmaz neprovede, a tak v České republice existuje velká řada společností, která je fakticky zrušena, nevykonává žádnou činnost, ale stále „existuje“.

⁷⁴ § 375-474 Zákon č. 240/2013 Sb.

8. Dohled nad fondy kvalifikovaných investorů

Tato kapitola bude věnována dohledu nad fondy kvalifikovaných investorů. Dohled je velice důležitou součástí fungování mechanismu finančního trhu. Jakékoliv problémy, které se vyskytnou na finančním trhu, jako např. krachy, podvody, atp., mají veliký vliv na důvěru investorů ve finanční trh, jak jsme mohli pozorovat v minulých letech, otřes důvěry ve finanční trh obvykle způsobí i větší či menší ekonomickou krizi. Některé prvky dohledu již byly zmíněny v předchozích kapitolách, jako například schvalovací procesy, atp. Proto tato kapitola bude zaměřena především na praktický výkon funkce dohledových institucí. Hlavními institucemi dohledu v případě fondů kvalifikovaných investorů je ČNB a depozitář (defacto se jedná o tzv. dvojinstančnost dohledu, kdy v první instanci působí depozitář a v druhé ČNB), některými autory je uváděn ještě tzv. samoregulační dohled vykonávaný obvykle zájmovými institucemi, ovšem tento dohled nepovažují za příliš efektivní, jelikož v něm může často hrát roli síla jednotlivých členů, jako je tomu např. u České advokátní komory a jiných profesních sdruženích.

Na úvod je vhodné vymezit rozdíl mezi dohledem a dozorem, jelikož často u těchto pojmů dochází k záměně. Dohled je systematická koordinovaná činnost, jejíž pomocí se zjišťuje splnění stanovených povinností. Tato činnost probíhá ve čtyřech fázích, nejprve se zkoumá skutečný stav, poté stav žádoucí, z toho se zjišťují příčiny nesplnění povinností a vyvozují závěry a následně se určují potřebná opatření. Funkce dohledu je tedy zjišťovací, porovnávací, hodnotící a nápravná. Dohled na rozdíl od dozoru je prováděn osobou na státu nezávislou, kdežto dozor je chápán jako kontrola státním orgánem.⁷⁵

Dohled v oblasti fondů kvalifikovaných investorů je upraven primárně v ZISIF, ovšem nelze zapomenout ani na zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, který je právní úpravou *lex generalis* k ZISIF.

8.1 Depozitář fondu kvalifikovaných investorů

⁷⁵ PRŮCHA, P. *Správní právo: obecná část*. 6. dopl. a aktualiz. vyd. Brno :Masarykova univerzita, 2004. 356 s. ISBN: 80-210-3350-9. S. 258

Depozitář je v podstatě právnická osoba, které je do detence (úschovy) svěřen majetek fondu kvalifikovaných investorů. Depozitář pak podle pokynů investiční společnosti nebo investičního fondu s právní osobností nakládá se svěřeným majetkem v souladu se zákonem a statutem fondu. Depozitář by měl být majetkově i právně nezávislý na fondu.

Jak již bylo řečeno, depozitář plní taktéž roli dohledu v první instanci, přesněji by se spíše místo dohledu mělo užít pojmu kontrola, jelikož je depozitář oprávněn pouze preventivně řešit drobné prohřešky, nemůže však ukládat sankce na rozdíl od ČNB. Jeho činnost tak spočívá především v kontrole dodržování omezení a rozložení rizika, dodržování investičních pokynů, výpočtu hodnot, atp. Depozitář byl k této činnosti určen především z důvodu každodenního vzájemného kontaktu s fondem, nehledě na to, že se tím tak šetří prostředky ČNB.⁷⁶

Každý fond kvalifikovaných investorů má za povinnost mít alespoň jednoho depozitáře (fond kolektivního investování může mít pouze jednoho). Depozitářem fondu kvalifikovaných investorů může být především banka, obchodník s cennými papíry a v určitých případech i notář (notář může být depozitářem pouze fondu kvalifikovaných investorů).⁷⁷

Jak bylo tedy výše uvedeno, depozitář je vůči fondu kvalifikovaných investorů ve dvojím postavení. Jednak fondu kvalifikovaných investorů poskytuje určité služby, především fondu kvalifikovaných investorů zřizuje peněžní účty a fond kvalifikovaných investorů je povinen provádět veškeré převody peněžních prostředků přes tyto účty, tím je i umožněno depozitáři kontrolovat finanční toky fondu. A jednak je vůči fondu kvalifikovaných investorů v postavení kontrolního subjektu. Kontrolní funkce depozitáře lze považovat za jeho hlavní činnost a v ideálním případě by depozitář neměl brát zřetel na to, že je placen od fondu i za jiné služby, čímž může docházet k určitému střetu zájmů.⁷⁸ K zajištění řádného a obezřetného výkonu činnosti depozitáře je nutné

⁷⁶ MOŽDIÁKOVÁ, M. Kolektivní investování z pohledu finančního práva s důrazem na problematiku dohledu nad kolektivním investováním. Brno. 2010. 113 s. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. s. 53

⁷⁷ § 83-84 Zákon č. 240/2013 Sb.

⁷⁸ MOŽDIÁKOVÁ 2010 op. cit., s. 60-64

zavést a uplatňovat postupy pro řízení střetu zájmů. Depozitář pak kontroluje zejména, jestli byly vydány a odkupovány podílové listy nebo investiční akcie, byla vypočítávána aktuální hodnota podílového listu nebo investiční akcie, byl oceňován majetek a dluhy fondu, byla vyplácena protiplnění z obchodů s majetkem tohoto fondu v obvyklých lhůtách, je majetek fondu nabýván a zcizován, atp.⁷⁹ Kontrola spočívá především v získávání informací, jejich hodnocení a přijetí odpovídajícího opatření. Z toho důvodu musí fond kvalifikovaných investorů poskytnout depozitáři jakoukoliv přiměřenou informaci. Pro zabránění zneužití získaných informací jsou zaměstnanci depozitáře vázáni bankovním tajemstvím a to i po ukončení pracovního poměru.⁸⁰

Jak již bylo řečeno, depozitář nemůže uplatňovat vůči fondu kvalifikovaných investorů žádné sankční nástroje, může působit pouze preventivně. Jeho preventivními nástroji jsou tak především neprovedení pokynu a žádost o pozastavení vypořádání obchodu směřovaná třetím osobám. V případě, že depozitář při výkonu své činnosti zjistí skutečnost nasvědčující tomu, že byly porušeny povinnosti stanovené právními předpisy nebo statutem, neprodleně po tomto zjištění toto porušení s fondem projedná.⁸¹ V případě, že depozitář zjistí nedostatky při zpracovávání pokynu k provedení finanční transakce, může tento pokyn pozastavit respektive neprovést, dokud fond neprokáže, že splňuje podmínky stanovené právními předpisy nebo statutem. Cílem pozastavení je především preventivní předejití porušení povinností, zároveň se tak dává fondu možnost zjednání nápravy. V případě že fond nápravu nezjedná, depozitář pokyn neprovede a rozhodné skutečnosti oznámí ČNB.⁸²

V případě, že depozitář poruší své povinnosti stanovené nebo sjednané pro výkon jeho činnosti jako depozitáře a způsobí tím škodu fondu, je povinen ji nahradit. Depozitář na sebe v žádném případě však nepřebírá odpovědnost investiční společnosti nebo fondu za škodu vzniklou při obhospodařování majetku fondu. Jedná se tedy např. o případy, kdy depozitář způsobí ztrátu investičního nástroje, fond jedná protizákonně a depozitář proti

⁷⁹ § 73 Zákon č. 240/2013 Sb.

⁸⁰ MOŽDIÁKOVÁ 2010 op. cit., s. 65

⁸¹ § 66 Zákon č. 240/2013 Sb.

⁸² DĚDIČ, J. *Investiční společnosti a investiční fondy*. Praha : Prospektrum, 1992.

127 s. ISBN 80-854-3152-1. s. 99

němu nezasáhne anebo naopak fond jedná v souladu se zákonem a depozitář proti němu zasáhne, atp.⁸³

Činnost depozitáře je prováděna na základě tzv. depozitářské smlouvy. Jedná se o zvláštní smluvní typ s určitými specifiky. Předmětem depozitářské smlouvy je sjednání podmínek nezbytných pro výkon činnosti depozitáře. Smlouvou se depozitář zavazuje, že bude pro fond vykonávat činnost depozitáře a fond se zavazuje, že mu bude za poskytovanou činnost platit. Obsahem smlouvy je tak sjednání rozsahu poskytovaných služeb a podmínek pro plnění povinností, jako je např. poskytování dokumentů pro kontrolní funkci, vedení depozitářského účtu, atp. Ve smlouvě je taktéž nutné vymezit způsob vzájemné komunikace, včetně způsobu, jakým se zajistí vedení záznamů o této komunikaci a způsob ochrany důvěrných informací a osobních údajů.⁸⁴

Osobně nepovažuji dohled respektive kontrolu prováděnou depozitářem za příliš relevantní. Ať chceme či ne, depozitář je předně soukromoprávní subjekt – podnikatel, jehož primárním určením je dosažení zisku. A zisku může dosahovat právě z plateb fondu kvalifikovaných investorů za poskytované služby. Lze si jen těžko představit, že bude někdo platit někoho, kdo mu neustále znepříjemňuje fungování, omezuje mu dispozice s majetkem, atp. V tomto případě si fond kvalifikovaných investorů zvolí raději jiného depozitáře, je to sice složitý proces, vyměnit depozitáře, avšak ne neuskutečnitelný. Samozřejmě, že si depozitář nemůže dovolit přehlédnutí zásadních problémů, které by tak jako tak vyšly najevo, tím by mohl ztratit svoji pověst, musel by uhradit škody a mohl by přijít i o licenci, ale jak moc dohlíží na drobné nedostatky fondu kvalifikovaných investorů, je otázkou. K tomu nutno ještě podotknout, že depozitář a fond může být z jedné holdingové struktury, u čehož vidím zajištění nezávislosti jako zásadní problém. Domnívám se, že pokud bychom chtěli skutečně depozitáře považovat jako podstatný prvek dohledu, musela by se v tomto ohledu změnit legislativa. Jako první by se určitě mělo zakázat, aby fond a depozitář byly z jedné holdingové struktury, dále by nemělo být umožněné změnit depozitáře v případě, že nepřestal existovat a vykonává svoji činnost s patřičnou odborností. Poslední změnu bych viděl ve způsobu financování depozitáře, respektive volby depozitáře, obojí by mohlo být prováděno prostřednictvím ČNB.

⁸³ MOŽDIÁKOVÁ 2010 op. cit., s. 71-73

⁸⁴ Tamtéž s. 75

8.2 Dohled České národní banky

ČNB je jednoznačně nejdůležitější institucí dohledu. Od roku 2006 je dokonce jediným orgánem dohledu (*stricto sensu*) nad finančním trhem. Je to nezávislá veřejnoprávní instituce se sídlem v Praze, zřízená Ústavou České republiky, vyvíjející svou činnost v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Není státním orgánem, ale nezávislým veřejnoprávním subjektem. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu.⁸⁵

ČNB dohlíží především na to, zdali jsou dodržovány povinnosti stanovené normativními právními akty (ZISIF, atp.), individuálními právními akty (vykonatelné rozhodnutí ČNB) a jinými závaznými dokumenty (statut fondu kvalifikovaných investorů, depozitářská smlouva, atp.).

ČNB k provádění dohledu využívá několik nástrojů. Předně se jedná o oprávnění ČNB vyžadovat po určitých osobách poskytnutí informací, jedná se o tzv. dohled na dálku. Pro provádění dohledu jsou poskytované informace pro ČNB často klíčové. ČNB však musí postupovat pouze v rámci své působnosti a jí svěřených pravomocí, může tedy vyžadovat pouze takové informace, které jsou nezbytně nutné k provádění dohledu. Poskytované informace mohou být pravidelného nebo nepravidelného charakteru. Nepravidelné informace jsou obvykle vázány ke vzniku určité situace, jedná se například o pozastavení nakládání s majetkem fondu nebo vydání akcií. Pravidelné informace jsou ČNB poskytovány v určitých intervalech ve formě tzv. reportů, jedná se například o výroční správy nebo informace o struktuře majetku. Získané informace následně ČNB vyhodnotí a v případě, že zjistí určité nedostatky respektive neplnění povinností nebo protiprávní jednání, musí z toho vyvodit určité následky a stanovit potřebná opatření, kterými buď dochází k odstranění závadného stavu nebo k potrestání.⁸⁶

⁸⁵ DIRHAN, M. *Právní úprava organizovaných trhů s drahými kovy*. Brno. 2013. 71 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. s.26

⁸⁶ DĚDIČ, J., KŘETÍNSKÝ, D., VACEK, L. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha : C.H. Beck, 2001. s. 356

V případě odstranění závadného stavu může ČNB uložit tzv. opatření k nápravě, jehož funkce je především restituční. Cílem uložení opatření k nápravě je především odstranění nebo alespoň zmírnění následků, porušení právních norem nebo statutu tam, kde je to objektivně možné a účelné, tedy znovudosažení žádoucího stavu. ČNB rozhodne o konkrétním opatření k nápravě zjištěného nedostatku podle odpovídající povahy porušení a její závažnosti. V ZISIF jsou demonstrativně stanoveny povinnosti, které může ČNB uložit. Jedná se zejména o nařízení změny obhospodařovatele investičního fondu, nařízení změny depozitáře (v případě porušení ZISIF nebo depozitářské smlouvy), nařízení mimořádného provedení auditu účetní závěrky (audit musí provést osoba odlišná od auditora, který provedl audit roční účetní závěrky), požadovat ověření oceňování majetku a dluhů investičního fondu jinou osobou, omezit rozsah povolení nebo určit podmínky pro výkon jednotlivých činností, určit podmínky pro využití pákového efektu, omezit rozsah investiční strategie, atp. Jako speciální druh opatření pak může ČNB zavést nucenou správu, odejmout povolení nebo dokonce rozhodnout o zrušení investičního fondu.⁸⁷

Adresát rozhodnutí je následně povinen informovat ČNB o odstranění nedostatků a způsobu sjednání nápravy. Spolu s opatřením k nápravě lze udělit i finanční sankce, kterým se bude věnovat následující odstavec, je tak možné dvojí potrestání za jeden přestupek.

Jak je výše uvedeno, ČNB může za porušení povinností fondu kvalifikovaných investorů uložit i majetkovou sankci – pokutu, ta má především funkci represivní. Toto potrestání je tedy používáno především k nápravě subjektu, který způsobil protiprávní stav, nikoliv však k nápravě samotného protiprávního stavu. Správní delikty se rozlišují na přestupky, které spáchaly fyzické osoby a jiné správní delikty, které spáchaly právnické osoby nebo podnikající fyzické osoby. Jak již bylo řečeno, za správní delikty se ukládají majetkové sankce, tzv. pokuty. Výše ukládaných pokut je stanovena do 5 000 000,- Kč, 10 000 000,- Kč nebo v případě kvalifikovaných skutkových podstat do 20 000 000,- Kč. Konkrétní výše je pak stanovena podle způsobu spáchání, následků, okolností, pohnutek a míře zavinění. Mezi správní delikty patří zejména neposkytování informací ČNB, porušení mlčenlivosti, zatajování některých skutečností, nezavedení

⁸⁷ § 539 Zákon č. 240/2013 Sb.

řídícího a kontrolního systému, neaktualizování statutu, změna investiční strategie v rozporu se zákonem, neoprávněné používání označení „fond kvalifikovaných investorů“, neoprávněný výkon činnosti fondu kvalifikovaných investorů, atp.⁸⁸

Osobně považuji výkon dohledu ČNB nad investičními fondy za velmi kvalitní (na rozdíl od některých jiných jejích činností – měnová intervence, atp.). Samozřejmě se zde najde řada nedostatků, ale ty jsou dle mého názoru způsobené převážně nedostatečnou legislativou, i když je nutné uznat, že oproti minulým rokům došlo k výraznému zlepšení, což dokládá mimo jiné i snížený počet řešených případů přestupků. Hlavní nedostatky v legislativě bych spatřoval především ve výši ukládaných sankcí. Fondy obvykle hospodaří i s miliardovými majetky a tak uložená sankce ve výši 20 000 000,- Kč pro ně často může znamenat přijatelné riziko a i přes tuto sankci se jim porušení povinnosti může vyplatit, na druhou stranu nesmí mít sankce ani likvidační povahu, která by v konečném důsledku znamenala poškození věřitelů. Další nedostatek spatřuji v následné vymožení uložené sankce. Často se stává, že když je fondu sankce uložena, rychle převede veškerá svá aktiva na novou společnost a z té původní zůstane prázdná skořápka a sankce má tak pouze formální povahu. Jako variantu řešení bych zde viděl hmotnou zodpovědnost řídících osob. Kromě dalších drobných úprav však považuji právní normy z hlediska dohledu za dostačující.

⁸⁸ MOŽDIÁKOVÁ 2010 op. cit., s. 86-88

9. Daňové aspekty

V poslední kapitole se budu věnovat daňovým aspektům fondu kvalifikovaných investorů. Daňová problematika byla jeden z důvodů, proč jsem si vůbec zvolil toto téma závěrečné práce. Ještě v loňském roce (2013) byla připravena legislativa, která měla investování prostřednictvím fondů v České republice značně zatraktivnit. Avšak do zákonného opatření senátu se potřebná novelizace nedostala. I přesto daňové aspekty považuji za velice zajímavé. Problémem ovšem je, že se u nás mění daňové zákony jako na běžícím páse a predikovat jejich budoucí vývoj by se dal připodobnit k tipování sportovních výsledků. Bohužel v dnešní době normální občan nemá skoro ani šanci mít alespoň základní povědomí o problematice zdaňování příjmů, natož pak o daních spojených s investováním prostřednictvím fondů. Proto jsem se v této kapitole rozhodl uvést alespoň některé základní aspekty týkající se daní fondů kvalifikovaných investorů. Daňová problematika je samozřejmě mnohem širší, než zde bude uvedeno, existuje řada výjimek, možností, atp., ke kterým však dochází v omezené míře, navíc obvykle u subjektů, které často disponují ansáblem daňových poradců, proto se zde jimi nebudu zabývat.

Daně, které se týkají fondu kvalifikovaných investorů lze rozdělit do čtyř kategorií. První je daň z přidané hodnoty, potom daň z příjmu týkající se investorů, dále daň z příjmů týkající se samotných fondů a daně související s vlastnictvím a převodem nemovitých věcí, tedy v případě, že má fond kvalifikovaných investorů nemovité věci ve svém portfoliu.

9.1 Daň z přidané hodnoty

Asi nejjednodušší problematika, ale pro úplnost ji je třeba zde uvést. Finanční činnosti jsou obecně od daně z přidané hodnoty osvobozeny bez nároku na odpočet daně.⁸⁹

⁸⁹ § 54 Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty ze dne 1. dubna 2004.

9.2 Daně související s nemovitými věcmi

V této kategorii nalezneme hned dva druhy daně. Jednak se jedná o daň z nemovitých věcí, která je upravena především v zákoně č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí. A jednak o daň z nabytí nemovitých věcí, která je upravena v zákonném opatření Senátu č. 340/2013 Sb., o dani z nabytí nemovitých věcí.

Dañ z nabytí nemovitých věcí

Dañ z nabytí nemovitých věcí se platí v případě, když dochází k převodu nemovité věci (za nemovitou věc se považují pozemky, stavby, inženýrské sítě, jednotky, právo stavby nebo spoluvlastnický podíl na nemovité věci), typickým převodem nemovité věci je např. koupě. V případě, že se strany nedohodnou jinak, platí daň převodce vlastnického práva (čímž název zákona v sobě skrývá určitou nelogičnost, spíše by se mělo jednat o zákon o dani z převodu nemovité věci). Jelikož podílový fond a svěřenský fond nemají právní subjektivitu, jak již bylo řečeno, se pro účely tohoto zákona v případě, že se z jejich portfolia převádí nemovitá věc, považují za převodce a platí tak daň. Základem daně obvykle bývá sjednaná cena, avšak existují i jiné metody její stanovení, stejně tak se v zákoně vyskytují určité výjimky, kdy se daň vůbec neplatí, avšak nemá příliš smysl zabíhat do detailu. Sazba daně je pak stanovena ve výši 4 % (loni byla sazba 3 %) ze základu daně.⁹⁰

Tato 4 % mohou fondy kvalifikovaných investorů odrazovat od investování do realit, a tím tak omezovat možnosti skladby portfolia. Například u kancelářského komplexu za 100 000 000 Kč odvede fond při prodeji státu 4 000 000 Kč, což v žádném případě není zanedbatelný výdaj, nadto si musíme uvědomit, že fondy obvykle reality nemají v držení na delší časový úsek, ale spíše je používají ke spekulacím a dochází tak u nich k častějšímu převodu a v případě takto vysoké daně se to skutečně nemůže příliš vyplatit, minimálně to investici značně znehodnocuje.

⁹⁰ Zákonné opatření Senátu č. 340/2013 Sb., o dani z nabytí nemovitých věcí ze dne 9. října 2013.

Daň z nemovitých věcí

Daň z nemovitých věcí se platí za vlastnictví pozemku nebo stavby, a to každoročně. Poplatníkem je tedy vlastník nemovité věci, v případě, že je nemovitá věc v portfoliu podílového fondu nebo svěřenského fondu, tak se opět považují za poplatníky. Předmětem daně jsou stavby a pozemky evidované v katastru nemovitostí. Opět zde existuje řada výjimek a osvobození od daně. Základ a sazbu daně je poměrně složité stanovit, u pozemků rozhoduje především výměra, druh pozemku, cena půdy, počet obyvatel obce a účel pozemku. V případě staveb je podstatná výměra, využití budovy, počet nadzemních podlaží, počet obyvatel obce a místní vyhláška.⁹¹

V případě daně z nemovitých věcí se již nejedná o tak markantní částky, daň u větších realit obvykle může dosáhnout řádově desítek tisíc korun ročně, ale i tak je nutno s těmito výdaji počítat a je nutné si uvědomit, že nám snižují výnosnost. Osobně tuto daň považuji za zcela zbytečnou, navíc správa této daně stojí skoro víc, než se z ní vybere.

9.3 Daň z příjmu týkající se investorů

Musíme zde investory rozdělit do dvou kategorií, na fyzické osoby a právnické osoby. Stejně tak příjmy těchto osob lze rozdělit do dvou kategorií, jednak pravidelné příjmy ve formě dividend a jednak příjem z rozdílu mezi pořízením a prodejem cenného papíru. Daně z příjmů jsou obecně upraveny v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (dále jen ZDP).

Zpočátku je důležité stanovit jestli je daný příjem vůbec předmětem daně, na to nám v případě fyzických osob odpoví § 4 ZDP, přičemž pravidelný příjem se zařadí pod příjmy z kapitálového majetku (§ 8) a příjem z prodeje cenného papíru se zařadí pod ostatní příjmy (§ 10), v případě že jsou cenné papíry zařazeny do obchodního majetku podnikající fyzické osoby, jsou příjmy z prodeje zahrnuty do příjmů ze samostatné činnosti (§ 7). Dále je nutné zjistit, jestli není příjem osvobozen od daně. Podle § 4 odst.

⁹¹ Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí ze dne 4. května 1992.

1 písm. w ZDP je osvobozen od daně příjem z prodeje cenného papíru, přesáhne-li doba mezi nabytím a převodem tohoto cenného papíru při jeho prodeji dobu 3 let (kdysi stačilo pouze 6 měsíců), to znamená, že pokud prodáváme cenný papír, který máme v držení déle jak 3 roky nemusíme platit žádnou daň. Naopak v ostatních případech daň budeme muset zaplatit. V případě pravidelných příjmů – dividend je stanovena 15 % srážková daň, daň odvede přímo fond a nám již vyplatí částku sníženou o daň, tudíž se nemusíme o nic starat. V případě prodeje cenného papíru, pokud jeho příjem není osvobozen (kromě již zmíněného § 4 jsou ostatní příjmy osvobozeny od daně, pokud jejich výše nepřesáhne částku 30 000,- Kč), budeme muset zahrnout příjem do daňového přiznání, jako tzv. ostatní příjem. Jako výdaj můžeme uplatnit pořizovací cenu zvýšenou o případné výdaje spojené s pořízením nebo prodejem (poplatky při nákupu, prodeji, poradenství, atp.). Celkově nelze vykázat ztrátu z prodeje. Pokud by výdaje byly větší než příjmy, dílčí základ je roven nule. Lze ovšem vykompenzovat ztrátu z prodeje jednoho cenného papíru se ziskem z prodeje druhého. Naopak není možné kompenzovat ztrátu z investic se ziskem z jiného druhu příjmů.⁹²

V případě právnických osob je situace obdobná. Předmětem daně jsou příjmy z veškeré činnosti a z nakládání s veškerým majetkem. U právnických osob v současnosti není žádné všeobecné osvobození, které by se vztahovalo na příjmy z kapitálového majetku. To by se mohlo změnit od roku 2015, kdy vejde v účinnost § 19a ZDP, který osvobozuje příjmy z dividend, to se ovšem bohužel nebude vztahovat na příjmy z dividendy podílových nebo investičních fondů. Tudíž příjmy z dividend jsou stejně jako u fyzických osob zdaněny 15 % srážkovou daní. Příjmy z nákupu a prodeje cenných papírů jsou zdaňovány spolu s ostatními příjmy, tudíž je zde možné uplatnit i ztrátu. Cenné papíry jsou normálně evidované v účetnictví a jednotlivé operace s nimi se standardně zúčtovávají.⁹³

⁹² § 3-15 Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů ze dne 20. listopadu 1992.

⁹³ § 17-36 Tamtéž

9.4 Daň z příjmu týkající se fondu

Fondy zde musíme rozdělit na dvě skupiny, na ty které mají právní osobnost a ty, které nemají. V případě fondů s právní osobností se základ pro výpočet daně určí stejně jako u běžných společností se stejnou právní formou. Pouze sazba daně v případě investičního fondu je 5 %, kdežto u běžných společností 19 %. Fondy s právní osobností mohou majetek standardně odepisovat. Fondy bez právní osobnosti nejsou poplatníky daně z příjmů. Zdanění fondů bez právní osobnosti probíhá na úrovni investiční společnosti, která je spravuje. Ta je povinna stanovit základ daně samostatně za sebe a odděleně za jednotlivé spravované fondy bez právní osobnosti. Sazba daně je taktéž 5 %. Problémem u fondů bez právní osobnosti je odepisování. Majetek v takovém fondu náleží všem vlastníkům (podílníkům). Podle § 28 ZDP odepisuje majetek pouze poplatník, který má k majetku vlastnické právo, proto není přípustné, aby takový majetek fond sám odepisoval.⁹⁴

Ani daňové zákony v České republice nejsou pro fondy kvalifikovaných investorů, na rozdíl od zahraničí, příliš výhodné. Ani novela ZDP, která byla odmítnuta senátem, to neměla změnit, sice v ní byla navrhována nulová sazba daně, ale pouze pro standardní fondy, naopak fondy kvalifikovaných investorů měly být daněny 19 % sazbou, čímž by si ještě pohoršily. Budoucí daňový vývoj nelze prakticky nijak predikovat, tak jen můžeme doufat, že se posune k lepšímu.

⁹⁴ § 20-28 Zákon č. 586/1992 Sb

Závěr

Hedgeové fondy jsou velice zajímavým a rozsáhlým tématem, z toho důvodu však diplomová práce nemohla pojmout toto téma komplexně. Byla tak především zaměřena na právní úpravu hedgeových fondů a parciálně na strategii těchto fondů.

Po provedené analýze právní úpravy hedgeových fondů bohužel musím konstatovat, že Česká republika není příliš vhodná pro umístění sídla tohoto typu fondu. Obecně právní úprava finančních trhů je velice ovlivněna tzv. harmonizací Evropské unie, ta po tzv. finanční krizi se zaměřila právě na různé typy fondů s cílem co největší regulace a jakoby tak ovlivnila investiční fondy z toho, že finanční krizi způsobily. To však podle mého názoru není pravda a za finanční krizi mohou z velké části banky. Čeští zákonodárci však obvykle v nepřínáležejících situacích bývají papežštější než papež, a tak již velmi přísnou směrnicí AIFMD ještě zpřísnili. Výsledkem je v současnosti platný ZISIF, který je jednak velice nepřehledný a jednak klade na hedgeové fondy velice přísné nároky, osobně se domnívám, že by se měl vyčlenit samostatný zákon, který bude regulovat právě jenom hedgeové fondy a tento zákon by jim měl umožnit větší volnost.

Druhou stranou mince je pak právní úprava v daňové oblasti, kde můžeme vidět tendence, které jdou proti světovým trendům, a chtějí tyto fondy ještě více zdanit, takže ani v této oblasti není vhodné klima pro hedgeové fondy. Proto bohužel musím spíše doporučit pro případné zájemce, kteří by chtěli založit hedgeový fond, ať se poohlédnou po jiné zemi, a to nejlépe i mimo Evropskou unii. V případě, že by se i přesto našel nějaký nerozvážený člověk, velmi bych mu doporučil obstarat si zkušeného advokáta, který by ho provedl džunglí našich právních předpisů.

Co se týká strategií, nelze zde udělit jednoduché doporučení, vždy záleží na tom, co investor očekává a jaké riziko je ochoten strpět. Kdybych musel, osobně bych si vybral multi strategii, kde je vysoké rozložení rizika. Nakonec musím uvést, i když to sem úplně nepatří (*Ceterum censeo Carthaginem esse delendam*), že jako nejlepší považuji investování do hmotných aktiv a hedgeové popř. jiné fondy volit jako doplněk pro přebývajících finančních prostředky.

Použité zdroje

Monografie

BAKEŠ, M. a kol. *Finanční právo*. 5. upravené vydání. Praha: C.H. Beck, 2009. 576 s. ISBN 978-80-7400-801-6

DĚDIČ, J. *Investiční společnosti a investiční fondy*. Praha : Prospektrum, 1992. 127 s. ISBN 80-854-3152-1.

DĚDIČ, J., KŘETÍNSKÝ, D., VACEK, L. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha : C.H. Beck, 2001.

DIRHAN, M. *Právní úprava organizovaných trhů s drahými kovy*. Brno. 2013. 71 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta.

EISENREICH, J. *Způsoby právní úpravy hedgeových fondů*. Praha. 2013. 89 s. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, právnická fakulta.

FIALA, J. a kol. *Občanské právo hmotné*. 2. upravené vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 650 s. ISBN 978-80-7380-228-8

FUCHS, D. *Finanční trhy*. 1. vydání. Brno: ESF MU, 2004. 118 s. ISBN 80-210-3526-9

GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. Praha : Grada Publishing, 2005. 176 s. ISBN 978-80-247-1205-5.

GREGORIOU, G. *Hedge funds: Strategies, Risk Assessment, and Returns*. Washington, D.C.: Beard books. 2003. s. 368 ISBN 978-1587982033

GRŮŇ, L. *Finanční právo a jeho instituty*. 3. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde, 2008. 335 s. ISBN 978-80-7201-745-4

HAGSTROM, R. G. *The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor*. 1. vyd., New Jersey: John Wiley & Sons. 1997. 336 s. ISBN 978-0471177500

JAEGER, R. *All about hedge funds: the easy way to get started*. New York: The McGraw-hill companies, 2003. 330 s. ISBN 0-07-139393-5

JÍLEK, J. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. Praha: GRADA Publishing, 2006. 260 s. ISBN 80-247-1826-X.

- JÍLEK, J. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha : GRADA Publishing, 2005. 632 s. ISBN 80-247-1099-4.
- JONES, CH. *Hedge Funds of Funds: A Guide for Investors*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2007. s. 274 ISBN 978-0-470-06205-0.
- LHABITANT, F. S. *Handbook of Hedge Funds*. New York: John Wiley & Sons, Ltd., 2006. 654 s. ISBN 978-0-470-02663-2
- MOŽDIÁKOVÁ, M. *Kolektivní investování z pohledu finančního práva s důrazem na problematiku dohledu nad kolektivním investováním*. Brno. 2010. 113 s. Rigorózní práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta.
- MRKÝVKA P., PAŘÍZKOVÁ, I. *Základy finančního práva*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita, 2008. 252 s. ISBN: 978-80-210-4514-9.
- PRŮCHA, P. *Správní právo: obecná část*. 6. dopl. a aktualit. vyd. Brno :Masarykova univerzita, 2004. 356 s. ISBN: 80-210-3350-9.
- REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vydání. Ostrava : Key Publishing, 2010. 659 s. ISBN 978-80-7418-080-4
- RITTEREISER, C. *Top Hedge Fund Investors: Stories, Strategies, and Advice*. 1. vyd., New York: Wiley and Sons, 2010. 288 s. ISBN 0-470-50129-4
- SMOLOVÁ, K. *Analýza vývoje regulace hedgeových fondů*. Praha. 2013. 95 s. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, fakulta financí a účetnictví.
- STANOVSKÝ, Z. *Analýza hedgingových fondů*. Brno. 2006. 96 s. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta.
- VALENTOVÁ, I. *Dohled nad finančním trhem*. Praha. 2011. 63 s. Diplomová práce. Karlova univerzita, Právnická fakulta.
- VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6

Právní předpisy

Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

Důvodová zpráva k novému občanskému zákoníku.

Důvodová zpráva k zákonu o investičních společnostech a investičních fondech.

Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/78/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 98/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2009/65/ES s ohledem na pravomoci Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění) a Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy) (Omnibus I)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP).

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010. (AIFMD)

Věstník ČNB č. 13/2013 ze dne 6. prosince 2013.

Vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech ze dne 24. července 2013.

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech ze dne 3. července 2013.

Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích ze dne 25. ledna 2012.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.

Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty ze dne 1. dubna 2004.

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu ze dne 13. ledna 1998.

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů ze dne 20. listopadu 1992.

Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí ze dne 4. května 1992.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ze dne 5. listopadu 1991.

Zákonné opatření Senátu č. 340/2013 Sb., o dani z nabytí nemovitých věcí ze dne 9. října 2013.

Elektronické zdroje a ostatní

Evropská společnost (SE) – kapitálová obchodní společnost založená evropským právem. [online]. 2011. [cit. 15. 3. 2014]. Dostupné z:

<http://www.ipodnikatel.cz/Zalozeni-obchodni-spolecnosti/evropska-spolecnost-se-kapitalova-obchodni-spolecnost-zalozena-evropskym-pravem.html>

Hedge fund. [online]. 2014 [cit. 2. 1. 2014]. Dostupné z:

<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1223>

Hedge funds extend record asset total for fourth consecutive month. [online]. 2014 [cit.

4. 1. 2014]. Dostupné z: <http://www.hedgeweek.com/2013/07/19/187600/hedge-funds-extend-record-asset-total-fourth-consecutive-month>

HFRI Hedge Fund Indices. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:

<https://www.hedgefundresearch.com/?fuse=indices-str>

Investing in Distressed Securities. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:

<http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-distressed-securities.html>

KRETKOVÁ, M. *Svěřenský fond, výhodný nástroj pro praní špinavých peněz a daňových úniků?* [online]. 2014. [cit. 15. 3. 2014]. Dostupné z:

<http://www.epravo.cz/top/clanky/sverensky-fond-vyhodny-nastroj-pro-prani-spinavych-penez-a-danovych-uniku-93558.html>

Macro Hedge Fund Strategy. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:
<http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-macro.html>

MATUŠÍK, R. *Fondy kvalifikovaných investorů – požadavky na skladbu majetku dle novelizovaného nařízení vlády od 1. února 2014* [online]. 2014. [cit. 19. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/fondy-kvalifikovanych-investoru-pozadavky-na-skladbu-majetku-dle-novelizovaneho-narizeni-vlady-od-1-unora-2014-93877.html>

NELSON, B. *Hedge Funds: How They Invest Their \$2.4 Trillion War Chest*. [online]. 2014. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:
<http://www.forbes.com/sites/brettnelson/2013/06/30/hedge-funds-how-they-invest-their-2-4-trillion-war-chest/>

Slovník pojmů. [online]. 2014 [cit. 2. 1. 2014]. Dostupné z:
<http://www.czechwealth.cz/jak-obchodovat/slovník-pojmu?znak=H>

Správa o finančnej stabilite - Národná banka Slovenska. [online]. 2007. [cit. 11. 1. 2014]. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/zaklnbs/publik/sfs/sfs2006.pdf

STARR, E. *Multi-Strategy Hedge Funds - Strategy Outline*. [online]. 2004. [cit. 31. 1. 2014]. Dostupné z:
http://www.eurekahedge.com/news/04may_archive_japan_multistrategy.asp

ŠURA, J. *Finanční páka a černá labuť*. [online]. 2014 [cit. 11. 1. 2014]. Dostupné z:
<http://www.penize.cz/investice/257749-financni-paka-a-cerne-labute>