

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Petr Pivko

Správa investičního majetku srovnatelná s obhospodařováním

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: doc. JUDr. Michael Kohajda, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum uzavření rukopisu: 18. 3. 2023

Čestné prohlášení

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

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 198 201 znaků včetně mezer.

Petr Pivko

V Praze dne 15. 6. 2023

Poděkování

Rád bych poděkoval doc. JUDr. Michaelu Kohajdovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce, za jeho ochotu, vstřícnost a připomínky poskytnuté při jejím zpracování.

Děkuji také svým rodičům a přítelkyni Anně za nepostradatelnou podporu během studia.

Dále děkuji svým bývalým kolegům z oddělení kapitálového trhu na Ministerstvu financí za to, že mi v průběhu zpracování této práce byli nápomocni a vždy se mnou ochotně konzultovali specifické otázky týkající se nejen tématu mé diplomové práce.

Obsah

Úvod.....	6
1 Regulace a dohled na finančních trzích	9
1.1 Finanční systém, finanční trh a kapitálový trh	9
1.1.1 Finanční systém.....	10
1.1.2 Finanční trh	10
1.1.3 Kapitálový trh.....	12
1.2 Význam regulace a dohledu na finančním trhu	12
1.2.1 Geneze současné finanční regulace.....	13
1.2.2 Regulace	14
1.2.3 Dohled	15
1.2.4 Důvody regulace finančních trhů státem.....	17
2 Evropská úprava	21
2.1 Směrnice o správcích alternativních fondů	21
2.2 Výjimka de minimis pro správce nepodléhající působnosti AIFMD	23
2.3 <i>Opt-in</i> režim.....	24
3 Tuzemský legislativní rámec	26
3.1 Právnícká osoba se sídlem v ČR bez oprávnění obhospodařovat investiční fondy... 28	
3.1.1 Právnícká osoba.....	28
3.1.2 Sídlo na území České republiky	29
3.1.3 Absence oprávnění obhospodařovat investiční fondy.....	29
3.2 Správa cizího majetku podle občanského zákoníku	31
3.3 Podnikatelský výkon správy	34
3.4 Majetek shromážděný od více investorů za účelem společného investování ve prospěch těchto investorů	36
3.4.1 Shromáždění majetku	36
3.4.2 Účel společného investování	37
3.4.3 Mnohost investorů a investování v jejich prospěch	40
3.5 Správa majetku na základě určené strategie	40
3.6 Zápis do seznamu ČNB	43
3.6.1 Řízení o zápisu	44
3.7 Zákaz nabízení a shromažďování investic od veřejnosti.....	45

3.7.1	Veřejnost	46
3.7.2	Kvalifikovaný investor	52
3.8	Zákaz přesáhnutí rozhodného limitu	55
3.8.1	Vymezení a výpočet rozhodného limitu.....	55
3.8.2	Přesažení rozhodného limitu a proces <i>opt-in</i>	57
3.8.3	Sankce za neoprávněné překročení rozhodného limitu	59
3.9	Informační povinnost.....	59
3.9.1	Prameny a obsah informační povinnosti	60
3.9.2	Statistika trestání přestupků v oblasti informační povinnosti	61
3.10	Vynětí z působnosti zákona	63
3.11	Další povinnosti správce minifondu	65
3.11.1	Povinnosti týkající se označení a informace o podléhání dohledu.....	66
3.11.2	Povinnosti vyplývající z opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.....	67
3.11.3	Povinnost sdílet klíčové informace týkající se určitých investičních produktů .	67
3.11.4	Povinnost zveřejňovat informace související s udržitelností investic	68
4	Zmapování činnosti minifondů v ČR	70
4.1	Vyhodnocení odpovědí poskytnutých od správců minifondů	70
4.2	Hodnocení fungování minifondů v ČR	84
5	Příklad nestandardního využití minifondu	87
5.1	Popis situace	87
5.2	Hodnocení popsaného případu	89
	Závěr.....	92
	Seznam použitých zdrojů.....	94
	Abstrakt.....	102

Úvod

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech nabízí způsoby, jak hromadně spravovat investiční majetek, zpravidla jde však o možnosti podřízené rozsáhlé regulaci. Za nejméně regulovanou formu takové správy je považován institut správy majetku srovnatelné s obhospodařováním, jehož analýze se v této práci věnuji.

Mezi hlavní důvody výběru tohoto tématu pro diplomovou práci patří zjevný zvyšující se zájem o využívání tohoto institutu. Nahlédneme-li do seznamu České národní banky,¹ v době, kdy tato práce vzniká, můžeme zaznamenat 395 takových zapsaných subjektů.² Nárůst oblíbenosti využívat tento institut pro kolektivní investování ale můžeme přisuzovat více aspektům. Odborná literatura jej přisuzuje vlivu donedávna všeobecného hospodářského růstu a poptávky po alternativních a spekulacích příležitostech, flexibilitě a vhodnosti pro široké spektrum investičních záměrů.³

K akceleraci zájmu přispělo zajisté také období pandemie nemoci Covid-19, kdy došlo k propadu na světových trzích,⁴ a v souvislosti s rozvojem digitálních médií také k popularizaci zhodnocování prostředků na kapitálovém trhu, kdy se tato forma podnikání jeví ve srovnání s jinými formami kolektivního investování ve světle regulatorních, finančních, administrativních a personálních požadavků jako nenáročná.

Ačkoliv institut správy majetku srovnatelné s obhospodařováním je primárně určen kvalifikovaným investorům, a nikoli veřejnosti, můžeme říci, že tento institut v očích širší veřejnosti nechvalně zviditelnily případy,⁵ které odhalily slabá místa právní úpravy

¹ Databáze subjektů vedených v seznamu ČNB [online]. [cit. 2023-03-03].

Dostupné z:

https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=07.03.2022&p_ses_idx=238.

² Podle seznamu bylo k 31. 12. 2021 zapsáno 342 subjektů, k 31. 12. 2020 pak bylo zapsáno 238 takových subjektů a k 31. 12. 2019 jich bylo zapsáno 151. Největší nárůst tak lze spatřovat mezi lety 2020 a 2021.

³ HOBZA, Martin. Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním. Bulletin advokacie, 2020, č. 7-8, s. 32-39.

⁴ Při pohledu na graf S&P 500 znázorňující výkonnost amerického akciového trhu bylo význačným propadem poznamenáno období od 10. 2. do 9.3. 2020.

Dostupné z: <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx/charts>.

⁵ Nejčerstvějším příkladem je kauza společnosti Growing way, kdy majoritní společník je obviněn ze způsobení škody ve výši 1,5 miliardy. Dřívějším případem se stala kauza společnosti JO Investments, ve které byli manažeři obžalováni z podvodu a legalizace výnosů z trestné činnosti při způsobené škodě 2,4 miliard Kč.

Dostupné z <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-growing-way-prolomila-mlceni-firma-stihaneho-janaty-uznala-ze-je-konec-183126>.

Dále také z <https://ct24.ceskatelevize.cz/domaci/3391810-manazery-jo-investment-obzalovali-ze-obrali-klienty-o-24-miliardy-za-nez-koupili>.

a kdy se ukázalo, že někteří podnikatelé zneužili důvěry mnoha drobných investorů a připravili je tak o jejich úspory.

Neposledním důvodem výběru tohoto tématu je limitovanost a nejasnost české právní úpravy, a s ohledem na rostoucí využívanost tohoto institutu také nedostatek literárních zdrojů, které se této formě kolektivního investování věnují. Téma nebylo, až na výjimky, téměř vůbec rozebíráno ani v postupových pracích. Je tedy na místě konstatovat, že praxe v této oblasti předbíhá nedostižitelným tempem teoretické pokrytí tématu.

Cílem mé diplomové práce je zejména analyzovat, jakým způsobem je v České republice možné spravovat investiční majetek bez veřejnoprávního povolení. Dále také vyhodnotit a srovnat tento způsob správy s přísněji regulovanými formami kolektivního investování, provést průzkum českého trhu sledovaných subjektů a získaná data vyhodnotit. Na základě uvedeného vytyčit kladné a záporné aspekty současné právní úpravy, s případným návrhem legislativních změn. Dosažení těchto cílů předchází nutnost zařazení popisovaného institutu v rámci teoretických koncepcí a v návaznosti na to stručné popsání významu regulace a dohledu na finančních trzích.

Ve své práci si kladu za cíl využívat metodu analytickou, a to zejména vůči ustanovením, které lze shledat nejasnými a spornými, a dále také metodu deskriptivní. Ve třetí kapitole bude moci čtenář shledat znaky metody indukce, kde hodlám hodnotit určitá správní rozhodnutí dohledového orgánu s vyvozením obecných závěrů. Ve čtvrté kapitole se uchýlím k využití kvantitativní metody, neboť v ní budu prezentovat výsledky dotazníkového šetření provedeného mezi správci.

Významnými prameny, ze kterých v této práci čerpám, jsou vyjma obligátní české a evropské právní úpravy také komentářová literatura, odborné články a důvodové zprávy k zákonům. Dále také čerpám z výstupů České národní banky. Vycházím z jejich rozhodnutí, významně se však opírám o její úřední sdělení, touto formou prezentující stanoviska a odpovědi na dotazy, které jsou následně publikovány na jejích internetových stránkách. Těmito sděleními se Česká národní banka snaží překlenout výkladové mezery a vysvětlovat sporné pojmy, komentářová literatura je dokonce považuje za prameny práva *in largo sensu*.⁶ Čerpám také z obecných pokynů Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (dále jen „ESMA“) a dalších doplňujících dokumentů, které tento orgán pro oblast kolektivního investování vydává. Konečně vycházím

⁶ ŠOVAR, Jan, a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. Praha: Wolters Kluwer, 2015. S. 3. ISBN 978-80-7478-783-6.

z dat poskytnutých jednotlivými správci, která jsem získal na základě mnou provedeného výzkumu.

Protože cílem této práce je nejen vyzdvihnout některých sporných oblastí zákonné úpravy fungování správy majetku srovnatelné s obhospodařováním, ale také představení problematiky jako komplexního tématu, které bych rád představil i čtenáři, jenž není v oblasti kolektivního investování odborníkem, nemohu se vyhnout pasáží s převažujícím deskriptivním charakterem. Zároveň se však snažím předejít v některých částech práce dojmu pouhé kompilace pramenů, a to tak, že hodlám přispívat také vlastním komentářem na citované zdroje. Rozhodně netvrdím, že veškeré mnou prezentované názory na dotčenou právní úpravu jsou správné, či jediné správné. Předpokládám však, že právě vědecká činnost je význačná tím, že její výsledky mohou být a zpravidla bývají podrobeny kritickému zkoumání, na jehož základě mohou vyvstat odlišné závěry. Své závěry jsem připraven obhajovat, leč zároveň jsem otevřen odlišným argumentům, které moje teze vyvracejí.

V první kapitole se budu věnovat zařazení tématu práce v rámci teoretického rozdělení a představení obecných pojmů pro tuto práci stěžejních, jako je regulace či dohled. V druhé kapitole se zaměřím na směrnici EU, která je východiskem české právní úpravy. Českému legislativnímu rámci se budu věnovat v kapitole třetí, tuto kapitolu zároveň považuji za stěžejní pilíř této práce. Ve čtvrté kapitole nastíním stav praxe, kdy vyhodnotím data mnou získaná od jednotlivých správců. V poslední kapitole představím možné, ale spíše netradiční, využití touto prací popisovaného institutu.

Stejně jako někteří autoři, kteří se problematikou správy majetku srovnatelné s obhospodařováním zabývali, byť s vědomím, že nejde o přiléhavý a přesný pojem, volím dále pro jednodušší orientaci označení subjektu, prostřednictvím něhož je majetek investorů shromažďován a dále investován, a který je předmětem správy majetku srovnatelné s obhospodařováním, pojem nikoli alternativní fond, který se v odborné literatuře objevuje,⁷ a který je dle mého názoru zavádějící a nepřesný, nýbrž pojem minifond. Význam pojmu „alternativní fond“ podle mého názoru až příliš koreluje s pojmem „alternativní investiční fond“ přinášený směrnicí EU, které se budu podrobněji věnovat v druhé kapitole.

Tato práce reflektuje znění právních předpisů účinné ke dni 18. 3. 2023.

⁷ HOBZA, pozn. 3.

1 Regulace a dohled na finančních trzích

Předběžně pro zjednodušení lze uvést, že investování skrze minifondy, oproti formě standardních investičních fondů, znamená pro jejich správce znatelně sníženou zátěž, a to jak z hlediska nákladů, tak i administrace. Při splnění určitých podmínek subjekt podnikající touto formou podléhá nižší regulaci, jsou na něj kladeny minimální nároky a z pohledu průběžné kontroly jsou i samotné pravomoci dohledového orgánu vůči správcům minifondů pouze marginální. Protože jedním z cílů mé práce je zhodnotit, zda a nakolik je současný regulační rámec ve vztahu k minifondům dostatečný či nadbytečný, pro širší pochopení tématu shledávám důležitým vymezit podstatu regulace a dohledu na finančních trzích, jejich aspekty a možná úskalí.

Pro základní pochopení, nakolik je regulace a dohled ve vztahu k minifondům a také k jiným formám kolektivního investování významná, považuji za podstatné vymezení oblastí, ve kterých tyto pojmy rezonují, a to konkrétně finančního systému, finančního trhu a kapitálového trhu. Objasnění pojmů regulace a dohled, které jsou stěžejními pojmy této práce, na toto vymezení naváže.

S ohledem na téma diplomové práce mám za cíl v této kapitole vymezit pojmy významné pro téma práce a odpovědět především na následující otázky:

- Jaký je význam pojmů finanční systém, finanční trh a kapitálový trh? Jaké jsou mezi nimi vztahy?
- Jaký má regulace na finančních trzích význam, a co přináší?
- Jaké jsou důvody regulace finančních trhů, a kdy došlo k jejímu zesílení?
- Jakou roli v procesu regulace má dohled a orgány dohledu?

1.1 Finanční systém, finanční trh a kapitálový trh

S ohledem na výše vymezený cíl pokládám za důležité nejprve teoreticky vymezit pojmy finanční systém, finanční trh a kapitálový trh, na které navážu s vymezením právě regulace a dohledu.

1.1.1 Finanční systém

Finanční systém se skládá z procesů, během kterých jsou peněžní prostředky převáděny od těch, kteří jich mají přebytek, k těm, kteří je poptávají, přičemž dosahované výnosy za tyto převody jsou v přímé úměře s podstupovaným rizikem.⁸ Pojem finanční systém se v právní rovině dostal do popředí v důsledku vznikající legislativy reagující na světovou finanční krizi z roku 2008.⁹ Byť jeho definici v právním řádu nenajdeme, důležitost jeho ochrany a význam pro národní hospodářství lze dovozovat ze zákona o České národní bance, který této instituci ukládá mezi hlavní povinnosti péči o bezpečné fungování finančního systému v České republice¹⁰ a stanoví také úkoly se stabilitou finančního systému související.¹¹

Význam finančního systému lze však spatřovat zejména v ekonomické rovině, a to v efektivní schopnosti zprostředkovávat přesun peněžních prostředků ze strany investorů, kteří disponují volnými prostředky, momentálně tyto prostředky nepotřebují a jejich hlavní motivací je zejména zhodnocení takto poskytnutých prostředků. Tyto prostředky jsou pomocí finančních institucí poskytovány k dispozici subjektům, které z různých důvodů pociťují jejich nedostatky, a nejčastěji je využívají pro rozvoj své podnikatelské činnosti.¹² Podle Kohajdy je podstatnou funkcí finančního systému také mobilizace peněz, ve smyslu platebního styku, který je organizován jak centrální autoritou představovanou centrální bankou, tak soukromoprávními finančními institucemi.¹³

1.1.2 Finanční trh

Podle uznávané tuzemské učebnice finančního práva lze finanční trh definovat jako „*systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky*“.¹⁴ Tato

⁸ MOLONEY, Niah. FERRAN, Eilís. PAYNE, Jennifer. The Oxford handbook of financial regulation. Great Britain: Oxford University Press, 2015. S. 3. ISBN 9780199687206.

⁹ KOHAJDA, Michael. BAKEŠ, Milan. Finanční systém, finanční trh nebo kapitálový trh jako definiční znak podoboru finančního práva? ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 1, 2018, Univerzita Karlova, s. 27-34, s. 28.

¹⁰ § 2 odst. 1 zákona č. 6/1993 Sb. o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

¹¹ § 2 odst. 2 písm. e) téhož zákona: „*rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému, omezování nárůstu systémových rizik a udržení finanční stability a vytváří tak makrobezpečnostní politiku; v případě potřeby spolupracuje na tvorbě makrobezpečnostní politiky s orgány státu, jejichž působnosti se tato politika týká*“.

¹² COLAERT, Veerle. BUSCH, Danny. INCALZA, Thomas. European Financial Regulation, Levelling the Cross – sectoral playing field. First publication. Great Britain: HART publishing, 2019, p. 14. ISBN 9781509926459.

¹³ KOHAJDA, BAKEŠ, pozn. 9, s. 28.

¹⁴ KOTÁB, Petr. § 6 Finanční trh. In: BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 102.

definice vymezuje hlavní účel existence finančního trhu, kterým je přerozdělování disponibilních peněžních prostředků od subjektů pocitujících jejich relativní přebytek k subjektům pocitujícím jejich relativní nedostatek.¹⁵

Obecně lze přijmout dělení finančního trhu na sektor bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálový trh, ačkoliv ve vyspělých ekonomikách se hranice mezi jednotlivými oblastmi stírají.¹⁶ Finanční trh můžeme dále vymezit z hlediska jeho účastníků a místa.¹⁷ V prvním případě můžeme finanční trh vnímat jako uskupení obchodníků, kteří soutěží v nákupu finančních nástrojů (dluhopisů, účastnických cenných papírů, měn, derivátů) nabízených vydávajícími subjekty (obchodní společnosti, stát, samosprávné celky a další). Účastníkem finančního trhu se může stát kdokoli, může jít o fyzické osoby jako jednotlivce, obchodní společnosti, subjekty veřejného práva či nevládní organizace. V druhém případě se finančním trhem rozumí místo, kde jsou finanční nástroje obchodovány, tedy infrastruktura, ve které budou jednotlivé transakce vykonány a vypořádány. Tato infrastruktura obsahuje platební systémy, centrální depozitáře cenných papírů, systém vypořádání, zúčtovací domy¹⁸ nebo úložiště záznamů o mimoburzovních derivátech.¹⁹

Součástí finančního trhu jsou ovšem také finanční instituce, které Rejnuš²⁰ chápe jako „*licencované a státem regulované podnikatelské společnosti mající právní subjektivitu, jež nabízejí finanční produkty a poskytují finanční služby v souladu s udělenou licenci*“.²¹ Mezi takové finanční instituce můžeme řadit instituce nabízející investiční produkty a služby (například obchodníci s cennými papíry), instituce nabízející neinvestiční produkty a služby (například pojišťovny) a ostatní licencované instituce finančního systému (např. depozitář cenných papírů).

Konečně nedílnou součástí finančního trhu jsou orgány regulace a dohledu. Jejich úlohou je stanovit pravidla, podle kterých trh jako celek a finanční instituce fungují, a dohlížet na dodržování těchto pravidel. Rolí orgánů regulace a dohledu je zajistit účinné a efektivní fungování finančního trhu a institucí, minimalizování rizika finanční krize (nebo přinejmenším

¹⁵ KOHAJDA, BAKEŠ, pozn. 9, s. 31.

¹⁶ PAPOUŠKOVÁ, Zdenka. KOHAJDA, Michael. Vybrané instituty finančního práva v roce 2014. Olomouc: Iuridicum Olomoucense, 2015, s. 199.

¹⁷ COLAERT, BUSCH, INCALZA, pozn. 12, s. 14.

¹⁸ V angl. *clearing houses*.

¹⁹ V angl. *trade repository*.

²⁰ REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. S. 74. ISBN 978-80-247-3671-6.

²¹ Autor pojmem „licence“ v užití definici rozumí získání jakéhokoli povolení udělované kompetentními orgány k výkonu podnikatelské činnosti ve vymezeném rozsahu za předem definovaných podmínek.

redukování jejich nežádoucích účinků) a tímto zajistit, že finanční systém řádně vykonává své funkce. Mezi cíle funkční regulace patří zejména efektivní přesun peněžních fondů, podpora hospodářského růstu a snižování chudoby.²²

1.1.3 Kapitálový trh

Pro úplnost zbývá vymezit pojem kapitálového trhu. Jak bylo uvedeno výše, kapitálový trh je jedním z finančních trhů, kterým se rozumí trh, kde se střetává nabídka s poptávkou po finančních nástrojích s dlouhodobou splatností, tj. obecně nejméně jeden rok.²³ Typicky jsou na kapitálovém trhu poptávány a nabízeny dlouhodobé dlužnické cenné papíry (typicky dluhopisy), deriváty (např. opce) nebo účastnické cenné papíry bez stanovené doby splatnosti (typicky akcie).

1.2 Význam regulace a dohledu na finančním trhu

Pro zachování všech důležitých funkcí a efektivního fungování finančního systému je zapotřebí regulace a dohled. V celém světě můžeme pozorovat, že ve finančním sektoru je, ve srovnání s jinými sektory ekonomiky, nastaven mnohem propracovanější systém pro potenciální zásahy ze strany regulátora (dohledu). Nabízí se tedy otázka, v čem je finanční sektor tak specifický, že vyžaduje tak rozsáhlou regulaci a dohled. Zaprvé je třeba zmínit poskytování zvláštní ochrany spotřebitelům. Vzhledem k tomu, že jde o „trhy budoucnosti“, jsou finanční trhy nevyhnutelně charakterizovány rizikem a nejistotou, což se odráží i ve finančních aktivech, s nimiž se na těchto trzích obchoduje. Aby došlo k zachování důvěry spotřebitelů v trhy, musí být spotřebitelé chráněni zejména před přemrštěnými cenami a oportunistickým chováním ze strany poskytovatelů finančních služeb, kteří oproti jednotlivým spotřebitelům disponují větším množstvím i kvalitou informací. Zadruhé, jádrem finančního systému jsou peníze, zvláštní komodita s důležitými transakčními funkcemi v ekonomice. V důsledku toho je pak měnová a finanční stabilita veřejným zájmem.²⁴

Mezi nejdůležitějšími důvody regulace na finančním trhu nalezneme zejména ochranu stability finančního systému jako celku²⁵ a ochranu spotřebitelů. Nejtěžším úkolem regulace na

²² COLAERT, BUSCH, INCALZA, pozn. 12, s. 15.

²³ KOTÁB, Petr. Pozn. 14, s. 104, marg. č. 214.

²⁴ PACCES, Alessio Maria. HEREMANS, Dirk. *Regulation of Banking and Financial Markets*. ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS: REGULATION AND ECONOMICS, 2nd Edition, Rotterdam Institute of Law and Economics eds., Elgar, 2012. S. 559. ISBN: 978-1-84720-343-4.

²⁵ Největším příkladem krachu na finančních trzích je bezpochyby americká hypoteční krize z roku 2007, která měla za následek pád velkých burzovních titulů a vyústila v globální ekonomickou krizi [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-crisis-review.asp>.

finančních trzích však považují nalezení vhodné rovnováhy mezi ekonomickou svobodou jednotlivých subjektů na finančním trhu maximalizovat své výnosy a přispívat k nejen svému hospodářskému rozvoji, a mezi přísnou a přílišnou regulací snažící chránit zejména zákazníky, věřitele a trh jako celek.

1.2.1 Geneze současné finanční regulace

Literatura věnující se regulaci na finančních trzích poukazuje za zlomové pro rozvoj novodobé finanční regulace právě období krachu na amerických finančních trzích z podzimu roku 2007, který přerostl v globální finanční krizi.²⁶ Šlo o velmi štiplavou a výchovnou facku, která byla uštědřena nejen dohledovým orgánům, ale zejména jednotlivým investorům, státům a globální ekonomice jako celku. Není mou ambicí rozebrat a analyzovat příčiny ekonomické krize, rád bych však poukázal na některé důsledky, které pro finanční regulaci přinesla, zejména s poukazem na některou legislativu dopadající na trh s investičními nástroji vzniklou v době po globální krizi.

Mezi hlavní příčiny globální krize z roku 2008 lze s jistotou zařadit fungování ratingových agentur, jejichž selhání uvádím jako příklad následného velkého rozvoje regulace v této oblasti. Podstatou fungování těchto společností bylo objektivní hodnocení některých druhů cenných papírů a podle schopnosti emitenta dostát svým závazkům tyto agentury zařazovaly cenné papíry do jednotlivých kategorií, podle kterých si mohl investor jednoduše utvořit obrázek o kvalitě toho kterého cenného papíru.²⁷ Selhání fungování ratingových agentur tehdy spočívalo v nadhodnocení velkého množství cenných papírů vzniklých sekuritizací úvěrů, a po zhoršení podmínek na trhu v následném pomalém revidování tohoto hodnocení. Výsledný příliš velkorysý rating byl způsoben silnou konkurencí hodnotících agentur, které, s cílem přilákat klienty, byly ochotné za vidinou vyšších zisků jít emitentům na ruku. Pro ty bylo v zájmu co nejlepší hodnocení jejich emitovaných finančních nástrojů.²⁸ Tímto jednáním došlo k flagrantnímu střetu zájmů a zneužití trhu za účelem maximalizace svých příjmů s důsledkem poškození celého trhu. Ze strany Evropské unie došlo k poměrně rychlé reakci, kdy do roka po vypuknutí globální krize bylo přijato nařízení o ratingových agenturách,²⁹ které zavedlo společný regulatorní přístup k posílení mimo jiné čestnosti, poctivosti a spolehlivosti

²⁶ QUAGLIA, LUCIA. *Financial regulation and supervision in the European Union after the crisis*. Journal of Economic Policy Reform. University of York: 2013. Vol. 16 Issue 1, p17-30. ISSN 17487870.

²⁷ K definici a vysvětlení pojmu rating [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/r/rating.asp>.

²⁸ QUAGLIA, LUCIA. Pozn. 26, s. 17-30.

²⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách, změněno nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 462/2013.

ratingových činností a následným dohledem nad fungováním těchto agentur za účelem hladkého fungování vnitřního trhu při současném dosažení vysoké úrovně ochrany spotřebitelů a investorů.³⁰

Podobně dynamický vývoj unijní regulace šlo sledovat i v dalších oblastech finančních trhů. Zmíněná finanční krize dala impuls například k vyšší evropské regulaci *hedge* fondů.³¹ V roce 2009 byl představen návrh směrnice o správcích alternativních fondů³² (dále jen „AIFMD“), který pokryl poměrně širokou škálu finančních subjektů a zahrnul správce *hedge* fondů, *private equity* fondů³³ a nemovitostních fondů. Konečná podoba směrnice byla přijata v roce 2011, a zavádí právně závazný režim povolování a dohledu pro všechny správce alternativních fondů v Evropské unii bez ohledu na právní domicil spravovaných alternativních fondů. Správci tedy podléhají povolení od příslušného dohledového orgánu členského státu a povinností oznamovat systémově důležité údaje orgánům dohledu. Zavádí také evropský pas pro tyto správce. Správce alternativního fondu s povolením ve svém domovském státě je tedy oprávněn nabízet své služby i profesionálním investorům v jiných členských státech.

Článek 3 směrnice AIFMD členskými státům nabízí výjimku, která se vztahuje pro správce, kteří spravují majetek se souhrnem aktiv do stanoveného limitu. Český zákonodárce tuto výjimku využil a promítl ji do § 15 a dalších souvisejících ustanovení zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve kterém zavádí institut tzv. správy majetku srovnatelné s obhospodařováním.

1.2.2 Regulace

Pojem regulace můžeme v obecné rovině chápat jako „*limitování určité činnosti za předem vytyčených pravidel*“.³⁴ Je typická pro oblast práva veřejného, neboť definuje vztah nadřazenosti regulujících a dohlížejších subjektů, a podřazenosti subjektů regulovaných a dohlížených. V hlavní roli vystupuje stát, který závazné normy formuluje a uplatňuje. Je tomu

³⁰ Čl. 1 Nařízení o ratingových agenturách.

³¹ The Economic Times doplňuje, že *hedge* fondy jsou tvořeny z majetku bohatých individuálních investorů či institucionálních investorů, často sází na pákový efekt a využívají alternativní investiční přístupy. Význačným pro tento typ fondů bývá také to, že součástí investovaného majetku je též majetek správců *hedge* fondu. The Economic Times: *What's the Hedge funds and how do they generate money*. [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z <https://economictimes.indiatimes.com/news/how-to/whats-the-hedge-funds-and-how-do-they-generate-money/articleshow/96257330.cms?from=mdr>.

³² Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2011/61 ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.

³³ Cambridge slovník *private equity* fondy definuje jako fondy, které nejsou veřejně obchodovány [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/private-equity>.

³⁴ ZRŮST, Lukáš. Selhání subjektů finančního trhu. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, s. 47. ISBN 978-80-7598-511-8.

rovněž tak v oblasti tržní ekonomiky, ve které je obecně přijímána potřeba do ní zasáhnout a ovlivňovat ji v případě výskytu problémů většího rozsahu a tržních selhání jako jsou ekonomické krize, zvýšená inflace nebo bankrot finančního systému.³⁵

Podle Rejnuše lze regulaci finančního systému v „širším pojetí“ vnímat jako veškerou činnost závazně upravující podnikání ve všech dílčích oblastech fungování finančního systému. Jako „užší pojetí“ regulace lze dle něj chápat jako „*regulaci prováděnou prostřednictvím vydávání zákonných norem, vyhlášek a jiných obecně závazných předpisů, na jejichž základě jsou jednotlivým finančním institucím udělovány licence a povolení k provozování předem vymezených činností*“.³⁶

Co je předmětem finanční regulace? Dovolím si ilustrovat na příkladu srovnání finanční instituce a restauračního zařízení.³⁷ Nabízí se otázka, zda je činnost restaurace regulována? Nenajdeme žádný orgán regulující restaurační trh, kdežto kapitálový trh ano. Nicméně jsou aspekty, které jsou předmětem veřejného zájmu a u nichž je nutné kontrolovat soulad s právními předpisy. U restaurace to bude zejména bezpečnost potravin a prostředí s ohledem na veřejné zdraví jako veřejný zájem. Stejně tak lze nahlížet na regulaci investičních fondů, kdy orgán dohledu nehodnotí a nezkoumá, jakou fond zvolil strategii, tedy například zda investuje do dluhopisů či komodit (analogicky jaká restaurace nabízí jídla a za jakou cenu), ale je již hodnoceno, nakolik jsou splněny podmínky pro samotnou existenci fondu, zda osoby ve vrcholném vedení jsou nadány dostatečnými schopnostmi a vzděláním a jednoduše, zda fond poskytuje investorům záruky, že jejich investice je natolik plně se zájmy investora.³⁸ Ochrana investora je veřejný zájem a zachování důvěryhodnosti trhu je jeden z předpokladů zdravého fungování finančního trhu.

1.2.3 Dohled

Dohled lze chápat jako kontrolu dodržování obecně závazných pravidel a pro případ, že tato pravidla nejsou ze strany povinných subjektů dodržována, vynucování jejich plnění. Zrůst říká, že „*pod pojmem dohled si lze v nejobecnější rovině představit osvědčení, že určitá činnost je*

³⁵ ZRŮST, pozn. 34, s. 47.

³⁶ REJNUŠ, pozn. 20, s. 699.

³⁷ Rouse EP. Financial Regulation of U.S. Banking and Securities Markets: An Overview. New York: Nova Science Publishers, Inc; 2014. S. 18. ISBN 9781629489988.

³⁸ Např. jak uvádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnice 2002/92/ES a 2011/61/EU (MiFID II) „*investiční podniky řádně určí a posoudí okolnosti a potřeby zákazníků, na něž se hodlají zaměřit, aby bylo zajištěno, že v důsledku komerčních či finančních tlaků nebudou ohroženy zájmy zákazníků. V rámci tohoto procesu podniky určí všechny skupiny zákazníků, s jejichž potřebami, charakteristikami a cíli daný produkt nebo služba není slučitelná*“.

v souladu s právními prostředky“.³⁹ Dohledová činnost tedy navazuje na činnost regulační. V rámci dohledu lze ukládat nápravná opatření, v případě porušení stanovených pravidel i sankce. Nutno jej bedlivě odlišovat od dozoru, který je vykonáván státem samotným, kdežto dohled je vykonáván specifickým orgánem, na který byla dozorová pravomoc státem delegována.⁴⁰ V případě finančního trhu v České republice je podle zákona o České národní bance dohledovým orgánem Česká národní banka (dále jen „ČNB“).

Podle Zrůsta je „dohled obsažen již v regulaci, neboť regulace sama o sobě znamená, že státem (resp. zákonodárcem) jsou vytvářena určitá pravidla, mantinely pro chování subjektů působících na finančním trhu, což s sebou nezbytně přináší i kontrolu dodržování těchto pravidel. V opačném případě, bez možnosti kontrolovat dodržování pravidel, stanovených zákonem či podzákonnými předpisy, by regulace postrádala efektivitu a smysl“.⁴¹ Obecně lze uzavřít, že regulace má spíše preventivní povahu a dohled spíše povahu sankční.⁴²

Výkon dohledu nad finančním trhem v České republice je jedním z klíčových úkolů ČNB. Tato její povinnost vyplývá již přímo z § 1 zákona o České národní bance.⁴³ Mezi její hlavní cíle náleží péče o stabilitu finančního systému a zajištění bezpečného a plynulého rozvoje finančního trhu. Nad kapitálovým trhem vykonává ČNB dohled podle obecného zákona,⁴⁴ dohled nad množstvím jeho účastníků je upraven v jednotlivých složkových zákonech. Mezi jeden z nejvýznamnějších patří zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“), ve kterém jsou podrobněji upraveni poskytovatelé služeb na kapitálovém trhu a také někteří jeho účastníci. Zákon dává ČNB pravomoc dohlížet na činnost především obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů, vázaných zástupců, emitentů kótovaných investičních cenných papírů, organizátorů regulovaného trhu atd.⁴⁵

ČNB dále vykonává dohled například nad emitenty dluhopisů podle zákona o dluhopisech⁴⁶ nebo nad subjekty kolektivního investování a dalšími osobami podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Právě působnosti některých institutů a dohledu v mezích tohoto zákona se budu v následujících kapitolách věnovat.

Co se týče rozsahu oprávnění, která má ČNB pro výkon dohledu k dispozici, záleží podle kterého zákona je dohledová pravomoc založena. Obecně lze však shrnout, že „Česká národní

³⁹ ZRŮST, pozn. 34, s. 48.

⁴⁰ REJNUŠ, pozn. 20, s. 699.

⁴¹ ZRŮST. Pozn. 34, s. 48-49.

⁴² ZRŮST. Pozn. 34, s. 49.

⁴³ Zákon č. 6/1993 Sb.

⁴⁴ Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

⁴⁵ BAKEŠ, Milan, KARFÍKOVÁ, Marie, KOTÁB, Petr, MARKOVÁ, Hana a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 61.

⁴⁶ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

banka může obecně ukládat opatření k nápravě či k odstranění zjištěných nedostatků, zejména např. pozastavit, omezit nebo zakázat určitou činnost dozorovanému subjektu, odejmout mu dříve udělené povolení apod., a rovněž ukládat sankce ve formě peněžité pokuty,⁴⁷ které mohou mít i velmi citelný charakter.⁴⁸

Důležitou složkou dohledu ČNB nad finančním trhem jsou také seznamy a evidence⁴⁹, ve kterých jsou vedeny subjekty podléhající dohledu ČNB podle relevantních sektorových zákonů.⁵⁰ Tato databáze je pravidelně aktualizována a slouží tak k věrnému zobrazení stavu a počtu subjektů, které obdržely licenci anebo povolení k činnosti, nebo byly zapsány. Například u subjektů podle § 15 odst. 1 zákona o investičních společnostech a investičních fondech lze v takovém seznamu nalézt jeho název, identifikační číslo osoby, adresu a datum jejich zápisu do seznamu.⁵¹

1.2.4 Důvody regulace finančních trhů státem

Poslední částí této kapitoly je vymezení důvodů, proč státy vynakládají nemalé prostředky do dobře fungující regulace. Napříč ekonomikami všech vyspělých států stojících na principech tržního hospodářství jsou finanční trhy státem poměrně přísně regulovány. Regulace tvoří institucionální rámec pro co nejjednodušší fungování na trhu působících institucí a také legislativní a technické podmínky pro funkčnost finančního systému jako celku. Podle Zrůsta jen „přísná, nestranná a kvalifikovaně prováděná regulace na kapitálovém trhu vykonávaná nezávislými orgány může zajistit rovné a spravedlivé podmínky pro všechny subjekty účastníci se obchodů na kapitálovém trhu.“⁵² Regulace přináší především ochranu drobným investorům, snaží se omezit vliv oligopolů s cílem udržet zdravé konkurenční prostředí a brání přenášení důsledků selhání z jedné finanční instituce na jinou.⁵³ Primárním cílem regulace je zamezit vzniku tzv. tržních selhání, a v případě jejich existence minimalizovat následky.

Rejnuš se Zrústem poukazuje,⁵⁴ že finanční trhy ohrožují tyto druhy možného tržního selhání:

⁴⁷ BAKEŠ. KARFÍKOVÁ. Pozn. 45, s. 62.

⁴⁸ Např. podle § 600 odst. 7 ZISIF lze uložit pokutu do výše 300 mil. Kč nebo výše 10 % celkového ročního obratu právnické osoby podle její poslední řádné účetní závěrky.

⁴⁹ Seznamy a evidence lze nalézt ve webovém rozhraní aplikace ČNB [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz

⁵⁰ Seznamy a evidence [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/seznamy/>.

⁵¹ Celkový přehled počtu subjektů ke dni [online]. [cit. 2023-03-03].

Dostupné z https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB24.SUBJECTS_COUNTS?p_lang=cz.

⁵² ZRŮST. Pozn. 34, s. 51.

⁵³ ZRŮST. Pozn. 34, s. 51.

⁵⁴ REJNUŠ. Pozn. 20, s. 701.

- Informační asymetrie,
- Zneužití trhu,
- Zneužívání dominantního postavení na trhu,
- Systémové riziko,
- Morální hazard.⁵⁵

1.2.4.1 Asymetrie informací

Efektivní a zdravě fungující trh předpokládá dostatek úplných a včasných informací, které jsou dostupné všem jeho účastníkům.⁵⁶ V praxi však často nastává situace, kdy individuální investor nemá o konkrétním investičním nástroji tolik informací či není v jeho materiálních, časových nebo odborných možnostech tyto informace získat. Informační asymetrie se může projevit například tím, že spotřebitel nemůže adekvátně vyhodnotit jemu omezené informace, zhodnotit kvalitu investičních nástrojů a posoudit riziko, které by se mu v případě dostatečné informovanosti mohlo jevit jako vyšší a mělo vliv na konečné obchodní rozhodnutí a pozdější zvýšené náklady s tímto rozhodnutím související. Informační asymetrii lze z uvedeného důvodu označit za jeden z významných argumentů podporujících opodstatněnost regulace a dohledu.⁵⁷

1.2.4.2 Zneužití trhu

Zneužití trhu je jedním ze způsobů zneužití práva, tedy právní skutečností vyskytující se v soukromém i veřejném právu. Jeho podstatou je výkon subjektivního práva zdánlivě v souladu s právem k neodůvodněné újmě jiného nebo systému či společnosti jako celku.⁵⁸ Pojem zneužívání trhu nařízení EU chápe jako protiprávní jednání na finančních trzích, které spočívá v obchodování zasvěcené osoby, nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace a manipulace s trhem.⁵⁹ V praxi jde typicky o tzv. *insider trading*, tedy obchodování zasvěcené osoby, která disponuje neveřejnými informacemi s důsledkem ekonomického prospěchu pro takto jednající osobu a znevýhodnění ostatních účastníků trhu.⁶⁰ Může jít však také například

⁵⁵ ZRÚST. Pozn. 34, s. 53.

⁵⁶ Tamtéž.

⁵⁷ Jako příklad takové regulace lze uvést povinnost emitenta akcií nebo dluhopisů nabízených na oficiálním trhu zveřejňovat účetní závěrku, § 65 odst. 1 písm. e) ZPKT.

⁵⁸ ZRÚST. Pozn. 34, s. 55.

⁵⁹ Recitál 7 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.

⁶⁰ ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci. Obchodněprávní revue, 2009, č. 9, s. 261-263.

o praní špinavých peněz, nestandardní úvěrové obchody, netransparentní obchody s cennými papíry či účelové podhodnocování rizika.⁶¹

1.2.4.3 Zneužití dominantního postavení na trhu

Zneužitím dominantní pozice na trhu se rozumí faktor tržního selhání, kterým může dojít k výraznému narušení hospodářské soutěže tím, že jeden nebo více subjektů s dominantním vlivem narušuje tržní prostředí a získává tím neoprávněnou konkurenční výhodu. Takové jednání soutěžitelů je zakázáno.⁶² Dominantní postavení na trhu má „*soutěžitel, nebo společně více soutěžitelů [...] kterým jejich tržní síla umožňuje chovat se ve značné míře nezávisle na jiných soutěžitelích nebo spotřebitelích*“.⁶³ Porušení zákazu zneužívání dominantního postavení na trhu může být založeno například uplatňováním rozdílných podmínek při shodném nebo srovnatelném plnění vůči jednotlivým účastníkům trhu, jimiž jsou tito účastníci v hospodářské soutěži znevýhodňováni.⁶⁴

1.2.4.4 Systémové riziko

Systémové riziko lze považovat za nejnebezpečnější ohrožení finančního trhu, neboť zasahuje finanční systém jako celek a souvisí se ztrátou důvěry investorů ve stabilitu finančních trhů, a tím i v jednotlivé finanční instituce a finanční nástroje.⁶⁵ Systémové selhání může nastat v důsledku systémově významné události, která má za následek ovlivnění chování investorů do takové míry, že dojde z jejich strany k vybírání vkladů a prodeji cenných papírů, což může mít za následek významný propad celého trhu. Takový kolaps by vedl k přesunu případných ekonomických problémů na ekonomicky slabší subjekty, které jsou se systémem ekonomicky propojeny. Rejnuš uvádí situaci, kdy může jít o úpadek obchodníků s cennými papíry, u nichž mají investoři uloženy cenné papíry a na jejichž účtech mají vloženy finanční prostředky.⁶⁶ Hromadné prodávání cenných papírů a vybírání prostředků by mohlo vést k nedostatku likvidity v celém finančním systému a celé ekonomice, tedy hromadné platební neschopnosti a hromadnému propadu tržních cen všech investičních nástrojů, kdy propad ceny jednoho následně zrychlí propad ceny dalších.

⁶¹ REJNUŠ. Pozn. 20, s. 701.

⁶² Čl. 102 Smlouvy o fungování Evropské unie.

⁶³ § 10 zákona č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže, ve znění pozdějších předpisů.

⁶⁴ § 11 téhož zákona.

⁶⁵ REJNUŠ. Pozn. 20, s. 702.

⁶⁶ Tamtéž.

1.2.4.5 Morální hazard

Konečně, za morální hazard lze obecně označit situaci, ve které osoby či instituce netrpí následky svých špatných rozhodnutí, takže mohou podstupovat zvýšená rizika.⁶⁷ Ve smyslu rizika existence vzniku morálního hazardu může působit například oblast pojištění vkladů u bankovních institucí. V případě špatných obchodních rozhodnutí nejsou banky za ztráty plně odpovědné, neboť prostředky vkladatelů jsou v určitých případech do určité míry pojištěny Garančním systémem finančního trhu.⁶⁸ Tento systém má funkci preventivní a sanační, kdy zákazníkům zajišťuje klidný spánek, neboť jim reálně nehrozí, že o vložené prostředky přijdou.⁶⁹ Nicméně náklady na výplatu vkladů banky, která podlehl morálnímu hazardu, nesou všichni účastníci garančního systému, kteří musí povinně během své činnosti na toto pojištění přispívat. Zrůst uzavírá, že cílem regulace a dohledu by měla být snaha zabránit zneužívání takových kompenzačních systémů.⁷⁰

Obecně lze shrnout, že hlavními cíli regulace je dosažení integrovaného, účinného a transparentního finančního systému, jeho řádné fungování a důvěra investorů a veřejnosti, což významně přispívá k hospodářskému růstu. Zároveň by fungující regulace měla odstraňovat překážky obchodování a narušení hospodářské soutěže. Nebýt státních a nadnárodních institucionalizovaných zásahů do finančních trhů a kontrolních mechanismů nad nimi, hrozilo by reálné riziko zcela fatálních dopadů na globální hospodářskou, ale i politickou stabilitu, a v těch nejvyspělejších zemích i na stabilitu sociální.⁷¹

⁶⁷ Tak definuje morální hazard slovník Cambridge. [online]. [cit. 2023-03-18].

Dostupné na: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/moral-hazard>

⁶⁸ § 41a zákona č. 21/1992 Sb., o bankách.

⁶⁹ Pojištění vkladů. [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/vykon-dohledu/postaveni-dohledu/dohled-nad-uverovymi-institucemi/pojisteni-vkladu/>.

⁷⁰ ZRŮST. Pozn. 34, s. 54.

⁷¹ BĚLOHLÁVEK, Alexander J., ŘEZNÍČEK, Tomáš. Regulace finančních trhů a předcházení legalizaci výnosů z trestné činnosti. Bulletin advokacie, 2009, č. 1-2, s. 31-39.

2 Evropská úprava

Současné pojetí úpravy fungování minifondů, obsažené v české právní úpravě, vychází z transpozice evropské směrnice AIFMD, která reguluje fungování alternativních fondů a jejich správců. Tato směrnice zároveň činnost minifondů ze svého režimu vyjímá. V této kapitole si kladu za cíl představení evropské úpravy, ze které touto prací popisovaná česká úprava vychází.

2.1 Směrnice o správcích alternativních fondů

Na evropské úrovni je nejvýznamnější úprava investičních společností a investičních fondů obecně obsažena ve dvou směrnicích. V roce 2011 došlo k přijetí směrnice AIFMD, jejíž vznik významně podnítila již zmíněná globální finanční krize. Správci alternativních investičních fondů se do období této finanční krize stali významnými aktéry evropského finančního systému, navzdory jejich minimální regulaci. Krize potřebu regulace právě zdůraznila, kdy nejvíce se její absence projevila zejména v nedostatečné transparentnosti nebo v nedostatečném řízení rizik těchto fondů. Rizika, která správci alternativních investičních fondů představovali pro investory, finanční trhy a aktiva, do nichž investovali, bylo potřeba začít důsledně sledovat a kontrolovat. Směrnice se svým pojetím hlásila k zavedení dostatečných ochranných opatření, která zajišťují dostatečně dobrou ochranu trhů, ale také informovanost a ochranu investorů, a to bez ohledu na to, zda jsou profesionální, či jde o investory z řad veřejnosti.⁷²

Přijetí AIFMD tak jinými slovy reagovalo na skutečnost, že některé dynamicky se rozvíjející oblasti kolektivního investování nebyly dosud unijním právem nikterak upraveny. Existence směrnice vztáhla do své působnosti všechny dosud neharmonizované subjekty. Do okamžiku přijetí AIFMD totiž existovala pouze směrnice známá jako UCITS,⁷³ která sice významným způsobem upravovala fungování investičních společností, vztahovala se však pouze na subjekty investující do převoditelných cenných papírů. Směrnice AIFMD začala rozlišovat⁷⁴ investiční fondy spadající pod úpravu směrnice UCITS od těch fondů, které do této úpravy dosud

⁷² Dokument Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, často kladené otázky týkající se směrnice AIFMD. [online]. [cit. 2023-03-23].

Dostupné z https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_10_572.

⁷³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (*undertaking for collective investment in transferable securities – UCITS IV*), která obsahově přejala a zrušila směrnici 85/611/EHS (známou jako UCITS I) a také směrnice UCITS I měnící a doplňující.

⁷⁴ ZETZSCHE, DIRK A. The Alternative Investment Fund Managers Directive: European regulation of alternative investment funds. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012, s. 10 a násl. ISBN:978-90-411-4044-9.

nespadaly a které můžeme ve světle tehdejší úpravy „standardních“ fondů považovat za alternativní.⁷⁵ Ty shromažďují peněžní prostředky od více subjektů s cílem společného investování na základě stanovené strategie do dnes již stále oblíbenějších aktiv jako jsou nemovitosti, komodity, private equity, ale také kryptoaktiva, umění, alkohol, dopravní prostředky nebo jiná likvidní či nelikvidní aktiva. Alternativní investicí tedy lze v tomto smyslu chápat každou jinou investici, než tu vztahující se na akcie či dluhopisy. Lze tedy shrnout, že základní vztah mezi AIFMD a UCITS je takový, že AIFMD se vztahuje na všechny typy fondů, které nespádají pod UCITS.⁷⁶

Nabízí se otázka, zda tak významný segment evropského finančního trhu nevyžadoval přísnější a jednotnější úpravu ve formě nařízení. Důvodem, proč ale evropští legislativci zvolili formu směrnice však byla obtížná harmonizace, vzhledem k velkým odlišnostem mezi jednotlivými typy alternativních investičních fondů v jednotlivých členských státech. To nakonec dalo národním úpravám při transpozici prostor pro stanovení případných dodatečných podmínek nad rámec směrnice.⁷⁷

Směrnice AIFMD stanovuje požadavky na způsob, jakým by správci měli spravovat alternativní investiční fondy, za které jsou odpovědní. Může jít o správce se sídlem jak v členském státě, tak i mimo něj. Směrnice zavádí jejich licencování, kapitálové požadavky, pravidla při využití pákového financování, vedení obchodní činnosti, podávání zpráv příslušným vnitrostátním orgánům nebo také evropský pas. Z obav z nepřiměřenosti úpravy na unijní úrovni a odlišností jednotlivých kapitálových trhů členských států EU přenechala regulaci alternativních fondů, čemuž právní forma směrnice napovídá, na jednotlivých členských státech. V české právní úpravě byl transponován obsah této směrnice především do zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF“), jehož relevantním pasáží, ve vztahu k tématu této práce, bude věnována následující kapitola.

Z pohledu úpravy fungování minifondů je v rámci směrnice AIFMD nejzajímavější a nejdůležitější článek 3, který stanoví mírnější režim umožňující určitým správcům při splnění stanovených podmínek využít výjimky, díky které jejich podnikání a činnost nebude, až na odchylky, spadat pod režim této směrnice.

⁷⁵ AIFMD v článku 4 definuje alternativní investiční fond jako subjekt kolektivního investování včetně jeho podfondů, který získává kapitál od většího počtu investorů s cílem investovat jej v souladu s určitou investiční politikou ve prospěch těchto investorů a není povinen získat povolení podle směrnice UCITS.

⁷⁶ Recitál 3 a 21 AIFMD, čl. 4 odst. 1 písm. a) bod (ii) AIFMD.

⁷⁷ Recitál č. 10 AIFMD.

Článek 3 vymezuje dvě výjimky, v jejichž rámci se na určité subjekty působnost směrnice nevztahuje. Prvním případem jsou správci alternativních investičních fondů, pokud spravují jeden nebo více alternativních investičních fondů, jejichž jedinými investory jsou sám správce alternativního investičního fondu nebo podniky s ním tvořící koncern. Druhou výjimkou je případ správců fondů tzv. *de minimis*, kterému bude věnována následující pasáž.

2.2 Výjimka *de minimis* pro správce nepodléhající působnosti AIFMD

Aby správci alternativních investičních fondů (dále jen „AIF“)⁷⁸ mohli působit v rámci režimu *de minimis*, musí splnit základní předpoklad, kterým je celková výše spravovaného majetku.⁷⁹ Spravovaná aktiva fondu nesmějí překročit výši

- a) 100 000 000 EUR, a to i v případech využití pákového efektu, nebo
- b) 500 000 000 EUR za podmínky, že se portfolio AIF neskládá z aktiv získaných použitím pákového efektu a neumožňují odkup v prvních pěti letech od počáteční investice do AIF.⁸⁰

Aby se správce v rámci výjimky kvalifikoval, musí identifikovat veškeré AIF, jejichž správcem je jmenován, pro každý z těchto AIF musí identifikovat portfolio aktiv a v souladu s pravidly pro oceňování určit jejich odpovídající hodnotu. Nakonec musí sloučit určené hodnoty spravovaných aktiv všech spravovaných AIF a výslednou celkovou hodnotu spravovaných aktiv porovnat s prahovou hodnotou uvedenou pod a) či b). Celková hodnota spravovaného majetku se za použití nejnovějších dostupných hodnot aktiv přepočítává alespoň jednou za rok.⁸¹

⁷⁸ Jedná se o pojem užívaný AIFMD.

⁷⁹ Článek 3 odst. 2 AIFMD.

⁸⁰ Použití pákového efektu spočívá ve využití cizího kapitálu, kdy malý objem vlastního kapitálu je doplněn větším objemem půjčeného kapitálu s cílem zvýšení potenciálních výnosů z investice. Tento způsob však zároveň zvyšuje potenciální riziko ztráty v případě, že investice nebude úspěšná, proto je také této oblasti věnována ze strany regulátorů mimořádná pozornost. Například v případě použití finanční páky v poměru 1:2 k nákupu veřejně obchodovaných akcií je polovina hodnoty investice tvořena kapitálem investora a druhou polovinu tvoří kapitál vypůjčený, ze kterého investor zpravidla hradí také úrok. V případě růstu hodnoty akcií o 10 % investorův výnos bude činit 20 %, v opačném případě ponese dvojnásobnou ztrátu [online]. [cit. 2022-11-17]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp>.

⁸¹ Článek 2 nařízení Komise EU v přenesené pravomoci č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled.

Mezi další kumulativní podmínky, které musí tito správci splňovat, patří

- a) registrace (těchto správců) u příslušných orgánů,
- b) poskytnutí identifikačních údajů i údajů o spravovaných AIF v době registrace,
- c) poskytnutí informací o investičních strategiích spravovaných AIF v době registrace,
- d) pravidelné poskytování informací o hlavních nástrojích, s nimiž správci obchodují, a o hlavních expozicích riziku a nejvýznamnějších koncentracích AIF, které spravují, aby dohledovým orgánům umožnili účinným způsobem sledovat systémové riziko a
- e) oznámení příslušnému orgánu skutečnosti, že přesáhli rozhodný limit, kdy přesáhnutí není jen dočasné.⁸²

Správce je povinen posuzovat situace, kdy hodnota spravovaných aktiv překročí příslušný limit a vyhodnotit, zda překročení má dočasnou povahu či nikoliv. V případě, kdy při překročení dočasnou povahu mít bude, je správce povinen tuto skutečnost oznámit neprodleně dohledovému orgánu a své posouzení dočasné povahy odůvodnit. Přesáhnutí rozhodného limitu se nepovažuje za dočasné, pokud bude pravděpodobně trvat déle, než 3 měsíce. V opačném případě je správce povinen oznámit trvalé překročení hodnoty aktiv a do 30 kalendářních dnů požádat příslušný orgán o vydání povolení k přesážení rozhodného limitu.⁸³

2.3 *Opt-in režim*

Směrnice AIFMD umožňuje správcům minifondů také využití tzv. *opt-in* režimu.⁸⁴ Prakticky to přináší možnost, aby správce minifondu plně spadal pod působnost směrnice se všemi jejími výhodami, kterými může být zejména překročení rozhodného limitu spravovaného majetku, využití výhodnějšího daňového režimu nebo možnost využití evropského pasu, ale také všemi jejími nevýhodami oproti režimu výjimky dle čl. 3, mezi které bude patřit v první řadě podrobení se dohledu dohledového orgánu. Tyto případy upravuje prováděcí nařízení Komise,⁸⁵ které ukládá správcům v případě *opt-in* režimu povinnost podat u příslušného orgánu členského státu žádost o povolení. Tento předpis doplňuje v rámci řízení o povolení možnost příslušného orgánu těmto správcům udělit výjimku z povinnosti předložit veškeré informace a dokumenty, které by byly standardně vyžadovány při žádosti o povolení alternativního fondu

⁸² Článek 3 odst. 3 AIFMD.

⁸³ Článek 4 nařízení Komise EU v přenesené pravomoci č. 231/2013.

⁸⁴ Recitál č. 17 a článek 3 odst. 4 směrnice AIFMD.

⁸⁵ Prováděcí nařízení Komise EU č. 447/2013, kterým se stanoví postup pro správce alternativních investičních fondů, kteří se rozhodnou, že se na ně bude vztahovat směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU.

podle směrnice AIFMD, pokud již byly příslušnému orgánu předloženy při registraci v rámci mini režimu.

V případě, kdy správci minifondu následně po zisku povolení poklesne objem jím spravovaných aktiv pod prahové hodnoty, v rámci kterých je správcům minifondů umožněno existovat mimo rámec směrnice AIFMD, povolení automaticky nezaniká a působnost směrnice v plném rozsahu nad tímto správcem trvá, dokud není povolení na žádost správce zrušeno.

3 Tuzemský legislativní rámec

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech zakazuje shromažďovat, jakož i pokusit se shromažďovat, peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od veřejnosti za účelem společného investování takto nabytého majetku, mají-li být návratnost investice nebo zisk investora buď jen částečně závislé na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly shromážděné peněžní prostředky či penězi ocenitelný majetek investovány jinak, než za podmínek podle tohoto zákona.⁸⁶

Obecně lze říci, že kolektivně shromažďovat majetek a investovat ho mohou výlučně subjekty s náležitým veřejnoprávním oprávněním, a to za splnění řady náročných podmínek za stálého dohledu České národní banky.

Následující kapitolu považuji za stěžejní, a to nejen svým rozsahem, ale obzvláště pro množství zjištěných závěrů. Kladu si v ní za cíl vymezit správu majetku srovnatelnou s obhospodařováním a její jednotlivé znaky, odpovědět, jaké investiční záměry lze v režimu správy srovnatelné s obhospodařováním uskutečňovat a v jakých mezích se musí správce se záměrem využívání tohoto režimu pohybovat.

Cílem této kapitoly je odpovědět především na následující otázky:

- Jaké jsou pojmové znaky správy srovnatelné s obhospodařováním?
- Co jsou z pohledu české právní úpravy minifondy?
- Jaké jsou podmínky pro podnikání touto formou?
- Kdo může být investor do minifondu?
- Jakým způsobem mohou minifondy nabízet své investice?
- Co to je strategie a jaká je její povaha?
- Jaké jsou základní povinnosti správců minifondů ve vztahu k investorům a dohledovému orgánu?

Prameny, ze kterých v této kapitole čerpám, jsou tuzemská a evropská právní úprava, komentářová literatura, odborné články, důvodové zprávy k zákonům, rozhodnutí ČNB a její náležitě uveřejněná stanoviska. Čerpám také z obecných pokynů ESMA.

⁸⁶ § 98 odst. 1 ZISIF.

Znění dotčeného § 15 odst. 1 ZISIF, jehož rozboru je kapitola věnována je následující:

Právnícká osoba, která není oprávněna obhospodařovat investiční fondy a v České republice výdělečně živnostenským nebo obdobným způsobem spravuje nebo hodlá takto spravovat majetek, spočívající ve shromážděných peněžních prostředcích nebo penězi ocenitelných věcech od investorů nebo nabytý za tyto peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci, za účelem jeho společného investování na základě určené strategie ve prospěch těchto investorů, musí podat žádost o zápis do seznamu vedeného Českou národní bankou podle § 596 písm. e) a být v tomto seznamu zapsána. Pro správu majetku investičního fondu se věta první nepoužije. Osoba zapsaná v seznamu vedeném Českou národní bankou podle § 596 písm. e) není oprávněna přesáhnout rozhodný limit. Druhý paragraf citovaného ustanovení doplňuje, že právnícká osoba spravující nebo hodlající spravovat majetek tímto způsobem musí mít sídlo v České republice.

Z citovaného ustanovení vyplývá soubor znaků, které institut správy majetku srovnatelné s obhospodařováním vymezují. V tomto režimu tedy hovoříme o působení právnícké osoby, která

- není oprávněna obhospodařovat investiční fondy,
- má sídlo v České republice,
- spravuje majetek,
- podnikatelským způsobem,
- shromážděný od více investorů za účelem společného investování,
- na základě společně určené strategie,
- ve prospěch těchto investorů,
- nepřesahuje rozhodný limit,
- neshromažďuje prostředky od veřejnosti,
- je zapsána v seznamu vedeném ČNB a
- není vyňata z působnosti zákona.

Zvlášť mimořádný důraz je třeba klást na limity charakterizující tento institut a odlišující ho od investičních fondů, kterými jsou povinnost nepřesáhnout rozhodný limit a obecný zákaz shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti. Dojde-li k naplnění uvedených znaků, je právnícká osoba povinna požádat o zápis do seznamu vedeného Českou národní bankou a být

během výkonu této činnosti v seznamu zapsána.⁸⁷ Procesu zápisu bude věnována samostatná podkapitola.

3.1 Právnícká osoba se sídlem v ČR bez oprávnění obhospodařovat investiční fondy

Prvním předpokladem existence minifondu obsaženým v první větě analyzovaného ustanovení je podmínka, aby šlo o právnickou osobu, která není oprávněna obhospodařovat investiční fondy. Je tedy explicitně stanoveno, že musí vždy jít o právní subjekt, nemůže jít tedy o soubor majetku, jako je tomu umožněno například u investičních fondů, v případě podílového fondu.

3.1.1 Právnícká osoba

Právnickou osobou se podle občanského zákoníku rozumí „*organizovaný útvar, o kterém zákon stanoví, že má právní osobnost, nebo jehož právní osobnost zákon uzná*“.⁸⁸ Právnícká osoba vzniká zápisem do veřejného rejstříku, nebo účinností zákona, kterým byla zřízena.⁸⁹

Z hlediska právní formy v § 15 ZISIF a v ustanoveních s ním souvisejících nenajdeme podmínku obligatorní právní formy, jak je tomu například u investičních fondů.⁹⁰ Tato skutečnost vede k tomu, že správu srovnatelnou s obhospodařováním může vykonávat právnická osoba v jakékoliv právní formě, vyjma těch specifických forem, které jsou vyhrazeny investičním fondům. Zejména tedy nemůže jít o akciovou společnost s proměnným základním kapitálem nebo podílový fond.⁹¹ Z hlediska praxe je nejvyužívanější obchodní společnost formou společnosti s ručením omezeným.⁹²

Správu majetku srovnatelnou s obhospodařováním však mohou vykonávat i osoby fyzické a svěřenské fondy. Na rozdíl od právnických osob však tyto subjekty nebudou podléhat povinnosti zápisu vedeného ČNB. Do roku 2017 se tato povinnost na fyzické osoby, jakožto i svěřenské správce svěřenských fondů vztahovala, novelou zákona však byla tato podmínka vypuštěna.⁹³ Z pohledu směrnice AIFMD šlo o požadavek nadbytečný, který stanovoval povinnost zápisu do seznamu i fyzickým osobám, které by se však stát správcem AIF nikdy nemohly.

⁸⁷ § 15 ve spojení s § 596 písm. e) ZISIF.

⁸⁸ § 20 odst. 1 OZ.

⁸⁹ § 126 OZ.

⁹⁰ Například § 101 ZISIF obsahuje taxativní výčet právních forem, které musí mít fond kvalifikovaných investorů.

⁹¹ Například § 100 odst. 2 ZISIF.

⁹² Ke dni 20. 3. 2023 bylo v seznamu ČNB zapsáno 321 subjektů ve formě společnosti s ručením omezeným.

⁹³ Zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu a související předpisy, část desátá, čl. XII, novelizační bod 1., sněmovní tisk 869, sedmé volební období PS.

3.1.2 Sídlo na území České republiky

O činnost v rámci režimu správy majetku srovnatelné s obhospodařováním se jedná pouze, pokud má právnická osoba, která jej spravuje nebo hodlá spravovat, sídlo v České republice.⁹⁴ Jde o formální požadavek a rozhodující je sídlo správce, nikoliv místo, kde je činnost fakticky vykonávána, například kde se nachází fond nebo majetek v něm.⁹⁵

3.1.3 Absence oprávnění obhospodařovat investiční fondy

Zjednodušeně lze říci, že obhospodařovat majetek podnikatelským způsobem nelze bez příslušného veřejnoprávního oprávnění.⁹⁶ Je třeba však zdůraznit, že spravovaný majetek podle režimu § 15 odst. 1 ZISIF netvoří investiční fond a jeho správce není obhospodařovatelem investičního fondu.⁹⁷ Touto prací popisovaný institut umožňuje správcům využití výjimky, na jejímž základě správce nemusí žádat o vydání povolení, nýbrž postačí zápis do seznamu vedeného ČNB. Výhod tohoto režimu však nemohou požívat ty subjekty, kterým již příslušné povolení uděleno bylo.

Obhospodařování je jedním ze stěžejních pojmů ZISIF a váže se k investičním společnostem a investičním fondům, tedy výhradně subjektům podléhajícím povinnosti získat ke své činnosti veřejnoprávní povolení. Zákon tento pojem definuje jako správu majetku fondu, která zahrnuje investování na účet tohoto fondu a řízení rizik spojených s tímto investováním.⁹⁸ Činnost obhospodařování tedy v sobě obsahuje činnost správy majetku investičního fondu, která v sobě vždy obsahuje také investování na účet tohoto fondu neboli *collective portfolio management*. Od kolektivní správy majetku je třeba ovšem rozlišovat individuální investice, kdy je majetek osob spravován na individuálním základě, v tomto případě by činnost správce spadala také pod režim ZPKT a tudíž by i vyžadovala potřebné povolení.⁹⁹ Zjednodušeně lze uzavřít, že obhospodařovatel vedle správy majetku fondu vykonává též řízení rizik s investováním na účet

⁹⁴ § 15 odst. 2 ZISIF.

⁹⁵ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF)* zveřejněné dne 30. 6. 2022. [online]. [cit. 21. 11. 2022].

Dostupné online na: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>.

⁹⁶ Jedná se o obecný zákaz obhospodařovat investiční fond stanovený v § 5 odst. 2 ZISIF. Doplnit ho lze odkazem na § 98 ZISIF, který zakazuje shromažďovat majetek od veřejnosti jinak než za podmínek stanovených zákonem. Zákaz podle § 98 ZISIF ovšem neplatí v případě kvalifikovaných investorů. Pro správu podle § 15 ZISIF zákon zakáz shromažďovat majetek od veřejnosti výslovně stanoví. Proto připadá v úvahu pouze situace fondu kvalifikovaných investorů, který je investičním fondem, uplatní se však na něj tedy pravidlo podle první věty této poznámky pod čarou, tedy že nelze obhospodařovat bez povolení ČNB.

⁹⁷ HOBZA. Pozn. 3.

⁹⁸ § 5 odst. 1 ZISIF.

⁹⁹ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 55.

tohoto fondu, a to vše na základě určené strategie.¹⁰⁰ Obecně je zakázáno obhospodařovat investiční fond bez povolení uděleného ČNB.

Je také na místě odlišit pojem obhospodařování od administrace fondu a tento pojem objasnit. Jestliže v případě obhospodařování jde o činnosti, jejichž cílem má být zvýšení, respektive zachování hodnoty svěřeného investičního majetku, v případě administrace jde o ostatní činnosti, které s řízením investic v rámci fondu souvisí. Zákon taxativně stanoví, které z nich pod pojem administrace spadají. Půjde především o vedení účetnictví, poskytování právních služeb, *compliance*, oceňování majetku a dluhů, rozdělování a vyplácení výnosů z majetku tohoto fondu či oznamování údajů a poskytování dokumentů orgánu dohledu.¹⁰¹

Z pohledu standardních investičních fondů klade zákonná úprava na obhospodařovatele i administrátory poměrně rozsáhlé požadavky.¹⁰² Jak již bylo řečeno, právní úprava správce minifondů z povinnosti získat povolení od ČNB vyjímá a od povinnosti splnění těchto personálních, řídicích a kontrolních předpokladů se v jejich případě upouští. Tato benevolence ze strany zákonodárce, umožňující ve velmi zjednodušeném administrativním režimu kolektivně spravovat cizí majetek, je jedním z charakterizujících znaků touto prací popisovaného institutu. Přispívá k jeho oblíbenosti, zároveň však otvírá prostor pro zneužití a pokusy o realizaci záměrů, které v rámci režimu správy majetku srovnatelné s obhospodařováním v souladu se zákonem uskutečňovat nelze.

Podle výkladového stanoviska ČNB pojem správy majetku srovnatelné s obhospodařováním věcně odpovídá pojmu obhospodařování.¹⁰³ V případě správy majetku v rámci minifondu však nejde o obhospodařování už jen z důvodu, že minifond není investičním fondem a správce minifondu není obhospodařovatelem. Z materiálního hlediska je do rukou správce minifondu svěřena činnost obhospodařování i administrace. Lze tedy s pohlédnutím na jednotlivé pojmové znaky uzavřít, že je svojí povahou v základních rysech srovnatelná s obhospodařováním investičního fondu, jak již vyplývá z rubriky dotčeného ustanovení,¹⁰⁴ a že tento režim umožňuje v jediném možném případě provádět kolektivní správu majetku podnikatelským způsobem bez nutnosti získat povolení od ČNB. Naopak pokud právnická osoba příslušným

¹⁰⁰ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 23.

¹⁰¹ § 38 ZISIF.

¹⁰² Například § 47 ZISIF, který určuje, co vše musí obsahovat řídicí a kontrolní systém administrátora investičního fondu.

¹⁰³ ČNB uvádí, že „*správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*“ věcně odpovídá *obhospodařování*. *AIFMD ve stejné souvislosti hovoří o (podlimitních) alternativních investičních fondech, ve smyslu užší definice v ZISIF ale o investiční fondy nejde*“.

Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁰⁴ HOBZA. Pozn. 3.

povolením k obhospodařování disponuje, benevolentnější režim podle § 15 odst. 1 ZISIF se na ni neuplatní.

3.2 Správa cizího majetku podle občanského zákoníku

Jedním z pojmových znaků správy majetku srovnatelné s obhospodařováním, který vyplývá již z rubriky dotčeného paragrafu, je správa cizího majetku, jejíž obecnou úpravu zakotvuje občanský zákoník (dále jen „OZ“).¹⁰⁵ Lze ji vymezit jako „*činnost správce, který s významnou mírou autonomie pečuje o majetek, který mu nepatří, přičemž ekonomické výhody ze spravovaného majetku plynou beneficiantovi*“.¹⁰⁶ Správce a beneficiant vystupují ve vzájemném právním vztahu, kdy je správce povinen o majetek beneficianta náležitě pečovat a za to mu od beneficianta přísluší poskytnutí odměny.¹⁰⁷

Podle důvodové zprávy k OZ jsou ustanovení o správě cizího majetku subsidiárně použitelná ve všech případech, ve kterých někdo spravuje cizí majetek pro někoho jiného.¹⁰⁸ Úprava v OZ se tedy použije na kolektivní správu investičního majetku právě jen v případech, kde ZISIF nestanoví zvláštní pravidla.¹⁰⁹ V případě obhospodařovatelů investičních fondů ZISIF klade určitá omezení.¹¹⁰ Protože ale správce podle § 15 odst. 1 ZISIF není obhospodařovatelem, toto ustanovení se na něj neuplatní a úprava správy cizího majetku podle OZ se tak v tomto případě použije v plném rozsahu.

Správu cizího majetku dělí OZ na správu prostou a plnou.¹¹¹ Dělicími kritérii jsou cíl správy a pravomoci správce. V rámci prosté správy musí být správcem dbáno o zachování podstaty a účelu majetku, a ty nelze bez souhlasu beneficianta měnit. Naopak v rámci správy plné jsou správci svěřena širší oprávnění, kdy správce může činit cokoliv, co považuje za potřebné pro zachování, zhodnocení či rozmnožení majetku.¹¹²

Byť je v rámci plné správy rozmnožení spravovaného majetku upřednostňováno před jeho zachováním, nelze na investování prostředků svěřených do správy pohlížet jen jako na správu plnou. Komentářová literatura uvádí, že „*plná správa cizího majetku však v sobě zahrnuje*

¹⁰⁵ V § 1400 a násl. OZ.

¹⁰⁶ JOSKOVÁ, Lucie. PĚSNA, Lukáš. Správa cizího majetku. Praha: Wolters Kluwer, 2017. S. 1. Právo prakticky. ISBN 978-80-7552-552-9.

¹⁰⁷ § 1402 OZ. V ZISIF nalezneme v § 209 způsob určení úplaty za obhospodařování fondu. V souvislosti s institutem správy majetku srovnatelné s obhospodařováním však ZISIF žádné zvláštní určení neobsahuje, domnívám se tedy, že se uplatní obecná úprava podle OZ.

¹⁰⁸ Důvodová zpráva k § 1400 až 1404 OZ.

¹⁰⁹ § 203 odst. 3 ZISIF.

¹¹⁰ § 5 odst. 3 ZISIF.

¹¹¹ § 1405 až 1408 OZ v případě správy prosté a § 1409 až 1410 OZ v případě správy plné.

¹¹² Důvodová zpráva k § 1405 až 1410 OZ.

*i prostou správou cizího majetku, protože správce má sice oprávnění spravovaný majetek zcizit a za získané prostředky opatřit majetek jiný, avšak ve chvíli, kdy takto nečiní, vykonává de facto správu prostou, protože musí zajišťovat na kontinuální bázi, aby spravovaný majetek nedoznal úhony“.*¹¹³ Správa plná tak obsahuje i nároky správy prosté a dále je rozvíjí. Snahu o zachování majetku u činnosti správce minifondu tak můžeme spatřovat například v rozložení rizik v rámci snahy o rozmnožení majetku.¹¹⁴

Meze, ve kterých se správce při svém výkonu správy pohybuje, vymezuje zpravidla právní jednání, kterým se správa majetku zakládá.¹¹⁵ Správce je povinen dbát o rozmnožení majetku a jeho uplatnění v zájmu beneficenta.¹¹⁶ Obecně je ale jeho působnost při plné správě vymezena velice rozsáhle, kdy „*správce může se spravovaným majetkem činit cokoli, co je nutné a užitečné*“.¹¹⁷ Je tedy ponecháno na správci, aby po odborné úvaze zhodnotil, zda jeho kroky jsou buď nutné z hlediska ochrany spravovaného majetku, nebo užitečné se zřetelem k tomu, jaký profit přináší beneficentovi.¹¹⁸ Jak uvádím níže, omezením diskrece správce v případě správy minifondu bude zajisté strategie, která určuje směr investiční činnosti minifondu a bez jejíhož určení by nebyly naplněny znaky § 15 odst. 1 ZISIF.

Nejvýznamnějším limitem výkonu činnosti správce je však soubor povinností, jejichž charakter vypočítává OZ v § 1411 a násl. v oddíle s názvem *Pravidla správy*. Zákon na první místo staví povinnost péče řádného hospodáře, která je charakterizována jednáním s „*nezbytnou loajalitou i s potřebnými znalostmi a pečlivostí*“.¹¹⁹ Požadavek nezbytné loajality lze považovat za fiduciární základ vztahu mezi správcem a beneficentem, jehož smysl tkví v povinnosti správce vždy upřednostnit zájmy beneficenta před zájmy svými či jiných. Pod povinnost loajality lze též podřadit pravidla o střetu zájmů.¹²⁰

Potřebnou znalostí a pečlivostí se rozumí požadavek na způsobilost, která zaručuje kvalitní výkon správy. Správce nemusí disponovat všemi potřebnými znalostmi a schopnostmi, je však

¹¹³ KRÁLÍK, Aleš. In: ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 23.

¹¹⁴ PETROV, Jan. Občanský zákoník: komentář. 2. vydání. Praha. C.H. Beck, 2019. S. 1483. ISBN 978-80-7400-747-7.

¹¹⁵ Za takové právní jednání lze v rámci tématu této práce standardně považovat smlouvu o správě majetku.

¹¹⁶ § 1409 OZ.

¹¹⁷ § 1410 OZ.

¹¹⁸ SVEJKOVSKÝ, Jaroslav, MAREK, Radan a kol. Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2015, s. 119. ISBN 978-80-7400-548-0.

¹¹⁹ Požadavek péče řádného hospodáře je zde přejímán z § 159 odst. 1 OZ, který se věnuje výkonu funkce člena voleného orgánu právnické osoby. Důvodová zpráva k OZ, § 1411–1418 tento požadavek ve vztahu ke správě cizího majetku konkretizuje jako povinnost jednat „*čestně, prozíravě a pečlivě se zřetelem k účelu, jehož má být správou dosaženo*“.

¹²⁰ § 1412 až 1415 OZ.

povinen vyhodnocovat, zda je schopen požadavky znalosti a pečlivosti kvalitně plnit, a v případě vlastní nezpůsobilosti v té které oblasti si je povinen opatřit odbornou pomoc. Disponuje-li naopak správce odbornými znalostmi, schopnostmi či dovednostmi sám, je povinen jich při výkonu funkce využívat.¹²¹ Sluší se také zmínit užití pravidla podnikatelského úsudku, které se vztahuje na členy orgánů obchodních korporací a které z citovaných ustanovení týkající se správy majetku přímo nevyplývá, ale bezpochyby se bude vztahovat na správu prováděnou podnikatelským způsobem, které se tato práce věnuje.¹²² Pravidlo podnikatelského úsudku usměrňuje tvrdost povinnosti péče řádného hospodáře, která by jinak členy volených orgánů odrazovala v rámci obchodního vedení od přiměřeného risku, jehož je mnohdy zapotřebí k využití obchodních příležitostí. Pravidlo podnikatelského úsudku je naplněno tehdy, pokud jednající jednal informovaně a v zájmu obchodní korporace.¹²³ Poté nenese všechna rizika, která mohou v rámci podnikání nastat.¹²⁴ Jedná-li tedy někdo v rámci plnění své povinnosti obhajitelně rozumně a v zájmu korporace, jedná s pečlivostí řádného hospodáře, i kdyby takové jednání způsobilo nepříznivý výsledek.¹²⁵

Druhým základním limitem výkonu správy je, vedle péče řádného hospodáře, povinnost nestrannosti a rovnosti vůči beneficiéntům. Bez ohledu na ustanovení věnující se rozdělení zisku¹²⁶ je správce povinen s jednotlivými beneficienty, jejichž zájmy si mohou v určitých případech odporovat, zacházet rovnocenně a nikomu neposkytovat nedůvodné zvýhodnění. A to i ve vztahu k různým skupinám beneficiéntů v tom smyslu, že správce nesmí upřednostnit jednu skupinu před druhou, kdy například z časového hlediska nesmí zvýhodňovat současné beneficienty před těmi budoucími.¹²⁷ V případech, kdy je správce sám beneficiéntem, „*musí brát na své zájmy stejný zřetel jako na zájmy ostatních beneficiéntů a vykonávat svou působnost ve společném zájmu*“.¹²⁸ Není divu, že v tomto případě latentního střetu zájmů musí být požadavek nestrannosti správce cizího majetku zvláště zdůrazněn.¹²⁹

Nedodržení standardu pravidel správy má za následek povinnost nahradit újmu podle ustanovení části čtvrté OZ, kterou správce svým jednáním beneficiéntovi způsobil. Problémem,

¹²¹ PETROV, a kol. Pozn. 114, s. 1484.

¹²² § 51 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (dále jen „ZOK“).

¹²³ Tamtéž.

¹²⁴ Důvodová zpráva k § 51 ZOK.

¹²⁵ ŠTENGLOVÁ, I., HAVEL, B., a kol. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020. S. 163 až 177. ISBN 978-80-7400-799-6.

¹²⁶ § 1403 OZ.

¹²⁷ LAVICKÝ, Petr. Občanský zákoník: komentář. 2. vydání. Praha: C.H. Beck, 2021. S. 1519 až 1520. ISBN 978-80-7400-803-0.

¹²⁸ § 1412 odst. 2 OZ

¹²⁹ LAVICKÝ, Petr. Pozn. 127, s. 1519 až 1520.

na kterém se ani právní teorie neshodne, je však určení, zda porušení péče řádného hospodáře je porušením zákonným, nebo smluvním. Toto určení je podstatné pro zodpovězení otázky, zda je ke vzniku odpovědnosti za způsobenou škodu zapotřebí zavinění či nikoliv.¹³⁰ V nejzávažnějších případech lze zvažovat též odpovědnost trestní.¹³¹

Specifické postavení má správa majetku formou svěřenského fondu. Specifikum spočívá v existenci svěřenského fondu, jakožto entity bez právní osobnosti tvořené vyčleněným samostatně stojícím majetkem, která není věcí, a to ani věcí hromadnou.¹³² Rozdíl od správy cizího majetku nacházíme zaprvé ve skutečnosti, že vlastník ztrácí majetková práva, jejichž výkon přenechává svěřenskému správci, ač na něj majetková práva nepřechází. Druhý rozdíl spočívá v tom, že majetek svěřený v rámci běžné správy nemusí být účelově určen, kdežto majetek vyčleněný do svěřenského fondu musí být vyčleněn v rámci soukromého či veřejně prospěšného účelu.¹³³ Svěřenským správcem může být jen fyzická osoba,¹³⁴ mimo případy stanovené zákonem, kdy tak může působit i osoba právnická.¹³⁵

Jedinou z oblastí, kde zákon tuto výjimku pro právnické osoby připouští, je sféra kolektivního investování.¹³⁶ V režimu ZISIF může vystupovat právnická osoba nejen jako svěřenský správce, ale i jako investiční fond, a to konkrétně jen jako fond kvalifikovaných investorů.¹³⁷ Na základě výše popsaného se však domnívám, že svěřenským správcem vykonávajícím správu podle § 15 ZISIF bude moci být pouze fyzická osoba, která však nebude podléhat zápisu do veřejného seznamu.

3.3 Podnikatelský výkon správy

Motivací správců kolektivně spravovat majetek je zpravidla dosažení prospěchu, ať už majetkového či nemajetkového. Podle ZISIF se o výkon správy podnikatelským způsobem

¹³⁰ PETROV, a kol. Pozn. 114, s. 1485.

¹³¹ Podle § 220 zákona č. 40/2009 Sb., trestní zákoník, se trestného činu „porušení povinnosti při správě cizího majetku dopustí ten, kdo poruší podle zákona mu uloženou nebo smluvně převzatou povinnost opatrovat nebo spravovat cizí majetek, a tím jinému způsobí škodu nikoli malou“. Do úvahy přichází i § 221 věnující se výše popsanému jednání spáchanému v nedbalosti.

¹³² PETROV, a kol. Pozn. 114, s. 1514.

¹³³ PETROV, a kol. Pozn. 114, s. 1485.

¹³⁴ § 1453 odst. 1 OZ stanoví, že „svěřenským správcem může být každý svéprávný člověk“.

¹³⁵ § 1453 odst. 2 OZ.

¹³⁶ ŠVESTKA, Jirí. Občanský zákoník: komentář. Svazek III. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2022, S. 1029. ISBN 978-80-7598-757-0.

¹³⁷ § 11 odst. 6, § 95 odst. 1 a § 101 odst. 1 ZISIF.

jedná v případě, kdy správce výdělečně živnostenským nebo obdobným způsobem spravuje nebo hodlá spravovat majetek mu investory svěřený.¹³⁸

ZISIF přejímá spojení „živnostenským nebo obdobným způsobem“ z OZ, podle kterého je za podnikatele považována fyzická nebo právnická osoba, která „*samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku*“.¹³⁹ Není přitom rozhodující, zda k zisku dojde či nikoliv, podstatný je úmysl hospodářského prospěchu dosáhnout. Pokud správce vykonává správu za účelem dosažení zisku, je bezvýznamné, v jaké podobě odměnu získá, ať už dojde k přímému finančnímu obohacení, nebo dojde k zisku nepřímému, například v podobě podpory jiného podnikání správce.¹⁴⁰ Dále se za podnikatele také považuje osoba zapsaná v obchodním rejstříku.¹⁴¹

Činnost správce minifondu bude obvykle vykonávána v režimu živnostenského podnikání, a to s předmětem podnikání v rámci živnosti volné.¹⁴² Spojení „živnostenským nebo obdobným způsobem“ však zdůrazňuje, že nezáleží na tom, jestli jde o činnost prováděnou na základě živnostenského oprávnění či nikoliv, podstatnou je materiální stránka činnosti.¹⁴³ Výjimkou nebude provádění správy například v rámci výkonu advokacie, který je zákonem považován právě za obdobný způsob výdělečné činnosti, pro jehož výkon je třeba být zapsán v příslušném seznamu.

K výkonu jednotlivých činností, dohromady tvořících správu srovnatelnou s obhospodařováním, není po správci vyžadováno povolení k poskytování investičních služeb podle ZPKT. Pokud ovšem správu podle § 15 ZISIF hodlá vykonávat obchodník s cennými papíry, kromě povinnosti být zaregistrován podle § 15 odst. 1 ZISIF musí mít také povolení pro činnost podle § 6a ZPKT. Jak uvádí ČNB ve svém stanovisku,¹⁴⁴ takový subjekt musí při výkonu obou činností jasně rozlišovat a řídit případný střet zájmů vyplývající z toho, že zároveň poskytuje jednak zákonem regulované investiční služby, tak i neregulovanou správu majetku podle § 15 odst. 1 ZISIF. Důležité je také zavést účinnější opatření, než by bylo možné požadovat po subjektu „pouze“ vykonávajícím správu podle § 15 odst. 1 ZISIF, a to především

¹³⁸ § 15 odst. 1 věta první ZISIF.

¹³⁹ § 420 odst. 1 OZ.

¹⁴⁰ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁴¹ § 421 odst. 1 OZ.

¹⁴² Živnost volná jako živnost ohlašovací podle zákona č. 455/1991 Sb. o živnostenském podnikání. Předmětem činnosti bude nejčastěji výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách č. 1 až 3 tohoto zákona, a to podle přílohy č. 4 bodu 82 zákona.

¹⁴³ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 57.

¹⁴⁴ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

ve vztahu k zákazu uvádět informaci o podléhání dohledu ČNB a povinnosti uvádět informaci, že takový subjekt nepodléhá dohledu ČNB, v obojím případě výslovně pro oblast kolektivní správy investic.

3.4 Majetek shromážděný od více investorů za účelem společného investování ve prospěch těchto investorů

Právní úprava minifondu předpokládá shromažďování majetku a jeho následnou správu, a to od více investorů. Patrně nejvýraznější podmínkou je však zákaz shromažďovat investice od veřejnosti, této podmínce se však budu věnovat v jedné z následujících podkapitol.

3.4.1 Shromáždění majetku

Podle Králíka je pro shromáždění majetku vyžadována jednorázová či opakovaná komunikace mezi správcem a potenciálními investory. Kolektivní správa se totiž ze své povahy zakládá na účelovém jednání s cílem shromáždit majetek pro jeho další správu. Podle něj sousloví „shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí“ obsažené v § 15 odst. 1 ZISIF poukazuje na to, že aby vůbec došlo ke shromáždění majetku, musí dojít k převodu práv vztahujícím se k těmto věcem. Typickým bude převod vlastnického práva z investora na správce minifondu.¹⁴⁵

Ze zákona nevyplývá, že by byl správce nějak omezený v tom, jaký charakter má spravovaný majetek mít. V minifondu tak lze shromažďovat jakékoliv věci v právním slova smyslu, které mohou být předmětem právního jednání, ať se jedná o peněžní prostředky, cenné papíry, nemovité věci nebo kryptotokeny.¹⁴⁶ V zákoně také nenalezneme určení právního vztahu mezi správcem minifondu a investorem tak, jak je tomu v případě investičního fondu, kdy je účast investora představována účastnickým cenným papírem.¹⁴⁷ Je tedy lhostejné, zda se investor do minifondu stává společníkem, věřitelem nebo se mu dostává jiného postavení.¹⁴⁸ Lze uzavřít, že shromažďováním majetku rozumíme proces oslovování investorů a následného převádění vlastnického práva k majetku z oslovených investorů na správce.

¹⁴⁵ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 56.

¹⁴⁶ Tamtéž.

¹⁴⁷ Srovnání s vymezením fondu kolektivního investování v § 93 odst. 1 ZISIF a fondu kvalifikovaných investorů v § 95 odst. 1.

¹⁴⁸ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 56.

3.4.2 Účel společného investování

Společné investování vždy vyplývá ze společné správy investovaného majetku. Podle Pihery je společná správa majetku představována existencí obhospodařovatele,¹⁴⁹ na něhož je v důsledku správa delegována. Proto o společnou správu nepůjde, pokud o jednotlivých investicích a dalších operacích se shromážděným majetkem budou aktivně rozhodovat investoři sami. Jednat se bude o struktury, ve kterých budou mít investoři pravomoc volného uvážení nebo kontroly týkající se každodenních záležitostí správy daného majetku.¹⁵⁰

Tyto závěry potvrzuje také ČNB ve své rozhodovací činnosti. Podle ní je zásadní pro posouzení znaku společného investování určení míry účasti investora na každodenních záležitostech týkajících se minifondu a jeho činnosti. V případech, kdy dochází k obhospodařování majetku ve prospěch vícero investorů podle investiční strategie, kdy tito investoři nemají žádný podíl na každodenním rozhodování a kdy následkem tohoto postupu investoři sdílí v rámci stejné investiční strategie sdružený výnos a sdružené riziko, dochází právě k naplnění znaků společného investování.¹⁵¹

K pojmu pravomoci volného uvážení nebo kontroly týkající se každodenních záležitostí ESMA uvádí, že musí jít o formu „*přímé a průběžné rozhodovací pravomoci (ať již vykonávané, či nikoli) v provozních záležitostech týkajících se každodenního spravování aktiv podniku, která podstatně přesahuje rámec běžného rozhodování nebo kontroly prostřednictvím hlasování na valné hromadě akcionářů v záležitostech, jako jsou fúze nebo likvidace, volba zástupců akcionářů, jmenování ředitelů nebo auditorů nebo schvalování roční účetní závěrky*“.¹⁵² Společná správa tedy odpovídá na otázku, kdo rozhoduje o tom, jak bude se shromážděným majetkem zacházeno, zda správce, anebo investoři sami.

Podmínka společného investování je splněna, jestliže dochází ke správě minifondu ve prospěch jeho investorů jako jednoho majetkového souboru. Toto je velmi důležité, neboť v důsledku toho sdílejí investoři riziko všech realizovaných investic tohoto celku.¹⁵³ Prvek společného investování je třeba mimořádně vnímat obzvláště v případech, kdy správce hodlá investovat

¹⁴⁹ Pro úplnost materiálně jistě jde také o správce majetku podle § 15 odst. 1 ZISIF jako srovnatelného obhospodařovatele.

¹⁵⁰ PIHERA, Vlastimil. Investiční fond. Vyměřování teritoria. Obchodněprávní revue, 2017, č. 9, s. 241-246.

¹⁵¹ Jak uvádí ČNB ve svém rozhodnutí ze dne 5. října 2022. Sp. zn. Sp/2021/246/573, s. 19, bod 74.

¹⁵² Výkladové pokyny ESMA s názvem „*Obecné pokyny ke klíčovým pojmům směrnice o správcích alternativních investičních fondů*“ [online]. [cit. 2023-03-12].

Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/investicni-spolecnosti-a-investicni-fondy/metodicke-a-vykladove-materialy/>.

¹⁵³ PIHERA. Pozn, 150.

svěřený majetek do cenných papírů či jiných investičních nástrojů ve smyslu ZPKT. Podle Hobzy právě společná správa a společné investování odlišuje výkon správy srovnatelné s obhospodařováním podle § 15 odst. 1 ZISIF od podobné činnosti vymezené jako obhospodařování majetku zákazníka podle § 2 odst. 2 písm. d) ZPKT, která je řazena do výčtu hlavních investičních služeb podle tohoto zákona.¹⁵⁴ V obou případech jde totiž o správu majetku.

Rozdíl mezi oběma činnostmi se jednoduše pokusím představit na následujícím modelovém příkladu, který doprovázím ilustrací. V obou případech uvažujme modelovou situaci skupiny pěti osob přinášejících zhodnotit své prostředky, které v součtu tvoří 20 000 000 Kč.

V případě investice do minifondu tato částka po shromáždění utvoří jeden majetkový celek, se kterým správce zachází hromadně. Majetek z tohoto celku pak správce na základě vlastní strategie investuje do jednotlivých aktiv. To vede k důsledku, kdy v případě úspěšných investičních rozhodnutí dojde k poměrnému zhodnocení investic všech investorů, stejně jako k poklesu v případě jejich ztrát, neboť hromadné investování větší částky s sebou přináší možnost vyššího výnosu, a stejně tak riziko větších ztrát. Investoři ale zároveň nemají kontrolu nad tím, jakým způsobem je jejich majetek spravován.¹⁵⁵ V tomto případě tak lze uzavřít, že zásadními znaky formy společného obhospodařování investic jsou společná správa, v rámci které shromážděný majetek tvoří jednu masu, kdy investiční cíle jednotlivých investorů jsou potlačeny ve prospěch celku a sdružené riziko, které v případě ztráty přináší snížení hodnoty investice všech investorů. Právě taková správa a takový způsob investování naplňuje zákonné podmínky § 15 odst. 1 ZISIF.

V druhém případě se jedná o situaci odlišnou. Činnost subjektu poskytujícího hlavní investiční službu ve formě obhospodařování majetku zákazníka podle § 2 odst. 2 písm. d) ZPKT bude podléhat přinejmenším povolení pro činnost obchodníka s cennými papíry.¹⁵⁶ Částka dvaceti milionů Kč, kterou subjekt od zákazníků získal, bude pouze ilustrovat hodnotu, kterou obchodník s cennými papíry eviduje dohromady na zákaznických účtech, tedy půjde jen o součet jednotlivých částek na účtech individuálně vedených pro jednotlivé zákazníky. Toto

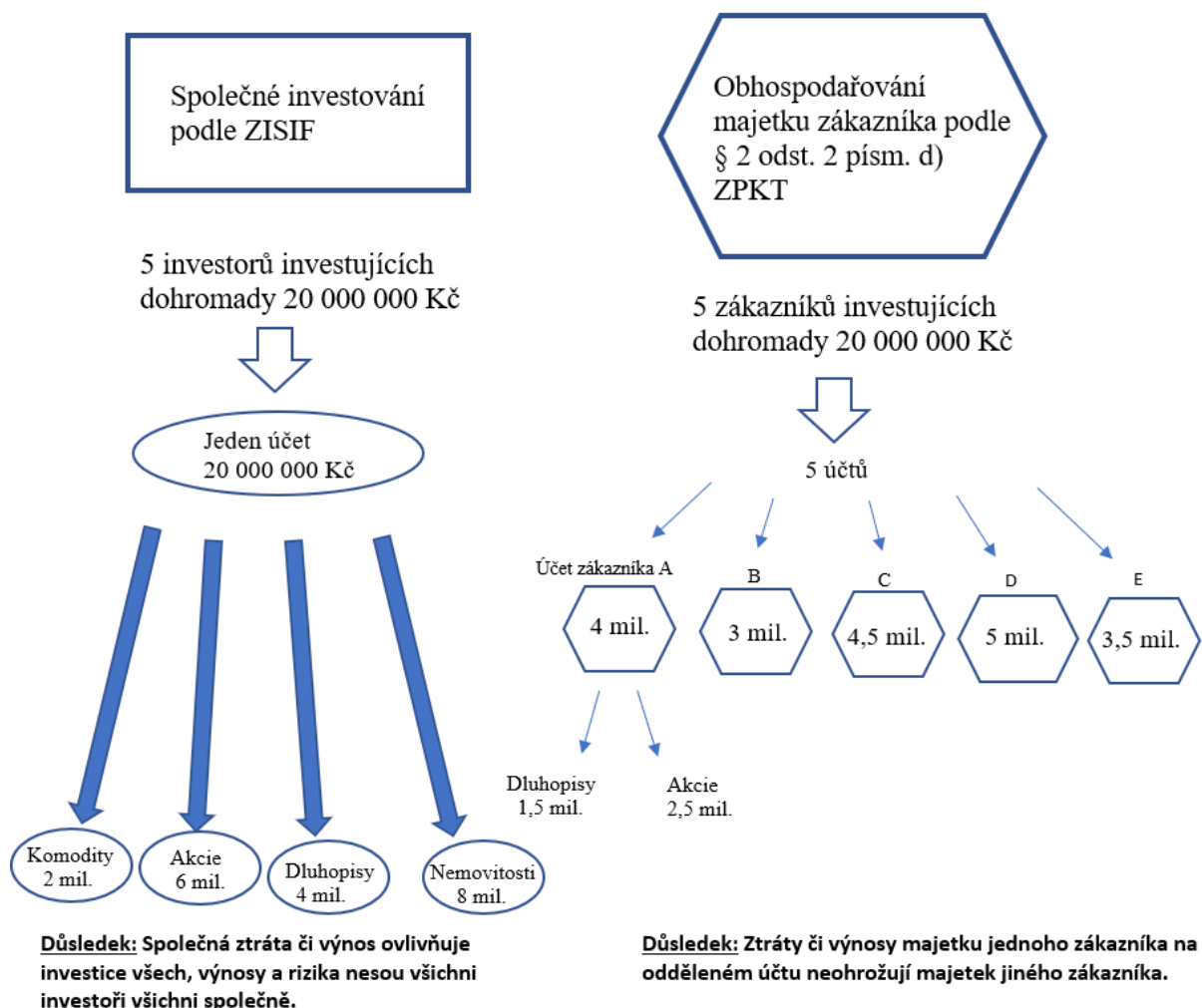
¹⁵⁴ HOBZA. Pozn. 3.

¹⁵⁵ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 56.

¹⁵⁶ § 4a ve spojení s § 5 ZPKT, neuvažujeme-li výjimky, kdy povolení nepotřebují subjekty poskytující větší komplex finančních služeb, mezi které budou patřit typicky banky. Těm je umožněno poskytovat všechny investiční služby uvedené v rámci bankovní licence, jak vyplývá z § 1 odst. 3 písm. h) zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. Uvedenou činnost však nemůže poskytovat investiční zprostředkovatel podle § 29 ZPKT, neboť mezi hlavní investiční služby, které je investiční zprostředkovatel oprávněn poskytovat obhospodařování majetku zákazníka nepatří.

má velmi významný dopad především ve dvou ohledech. Zaprvé obchodník s cennými papíry provádí jednotlivé investiční operace na každém zákaznickém účtu odděleně, a to pouze s vlastním majetkem a na základě specifických parametrů každého jednotlivého zákazníka. Zadruhé každý zákazník nese své riziko zvlášť a ztráty jednoho zákazníka tak nemohou ohrozit investice jiného zákazníka. Zásadními znaky odlišujícími tento způsob vedení investic tedy spočívá v individuálním obhospodařování portfolií a oddělenosti rizik.

Pojem společného investování tedy odpovídá na otázku, zda je majetek investován jako jeden celek nesoucí sdílená rizika pro všechny investory, nebo zda je majetek každého investora investován samostatně s odděleným rizikem i výnosy.



Zdroj: vlastní tvorba

3.4.3 Mnohost investorů a investování v jejich prospěch

Mezi další znaky minifondu patří mnohost investorů a správa majetku v jejich prospěch. Mnohost investorů můžeme spatřovat při správě majetku alespoň dvou investorů. Tato podmínka může být splněna i při účasti jediného investora, musí se ale jednat o takového investora, který shromažďuje majetek několika dalších investorů. Půjde tak zpravidla o dalšího správce majetku, který spravuje majetek alespoň dvou osob, spravuje tak majetek dvou investorů, anebo spravuje souhrn majetku svého a dalšího investora.¹⁵⁷

Význam kolektivní správy majetku dále spočívá v tom, že principiálním zájmem je společný prospěch investorů. Ten se projevuje tak, že se správce neohlíží na specifické zvláštní zájmy jednotlivců, nýbrž ho zajímá pouze výsledný celkový výnos, který je dělený poměrnou částí mezi investory podle výše individuálních investic.¹⁵⁸ Nutno v tomto ohledu dodat, že z jazykového výkladu formulace „*ve prospěch těchto investorů*“, obsažené v § 15 odst. 1 ZISIF, plyne, že výnosy musí obdržet ti, kteří do minifondu svůj majetek vložili. Tuto podmínku nesplní například obmyšlení u svěrenského fondu, kteří zároveň nejsou zakladatelé (investoři) do takového minifondu. Podle ČNB by tak registrační povinnosti nepodléhal svěrenský fond, který spravuje majetek ve prospěch obmyšlených, kteří jsou odlišní od zakladatelů. Stejně tak by z hlediska požadavku mnohosti investorů nemusel o zápis žádat svěrenský fond s jedním investorem jako jediným obmyšleným.¹⁵⁹

3.5 Správa majetku na základě určené strategie

K tomu, aby osoba splňovala požadavky režimu podle § 15 odst. 1 ZISIF je nakonec třeba, aby správa majetku výše popsaným způsobem byla prováděna na základě určené strategie. Jde o podmínku věnující se materiální stránce činnosti minifondu, a to ve smyslu imperativu ohraničit zaměření jejich investičních aktivit. V tomto ohledu je třeba vymezit, co vše pojem strategie zahrnuje, jaká je její právní povaha a zda je možné strategii měnit.

Králík vymezuje strategii jako „*základní způsob vedení určité činnosti nebo řízení určité činnosti k dosažení základních cílů*“.¹⁶⁰ Musí z ní vycházet, jakým způsobem má správa majetku probíhat a jak má být dosaženo určených cílů. Je třeba zdůraznit, že pojem „strategie“ nesmí být zaměňován s pojmem „investiční strategie“, který je zákonem užíván ve vztahu

¹⁵⁷ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁵⁸ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 57.

¹⁵⁹ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁶⁰ KRÁLÍK, Aleš. In: ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 57.

k investičním fondům. Protože ale k pojmu strategie zákon více neuvádí, není vyloučena možnost se inspirovat například ustanovením regulujícím právě investiční strategie fondu kolektivního investování. Podle § 93 ZISIF se investiční strategií rozumí způsob investování investičního fondu zahrnující zejména

- druhy věcí, které mohou být do jmění fondu nabyty,
- investiční limity, které je nutno ve vztahu k nabytým věcem dodržovat,
- údaj o tom, zda a v jaké míře hodlá fond sledovat určitý index nebo jiný finanční kvantitativně vyjádřený ukazatel,
- údaj o určitém hospodářském odvětví, zeměpisné oblasti nebo určité části finančního trhu, ve kterých fond hodlá koncentrovat svoje investice, nebo
- možnosti a limity využití přijatého úvěru nebo zápůjčky na účet fondu.

Strategie minifondu musí být předem určená, určitá a zavazovat správce, aby v souladu s ní spravoval svěřený majetek.¹⁶¹ Lze říci, že pokud je strategie vymezena rámcově ve výše nastíněných parametrech, dochází ke splnění zákonné podmínky. Bude přitom stačit jen část uvedených znaků.

Je třeba také rozlišovat případy, kdy o určení strategie nepůjde. Odborná literatura jmenuje situaci, kdy je shromážděn majetek bez předem určeného investičního cíle, jakého má být správcem dosaženo, jinými slovy, pokud má správce možnost se shromážděným majetkem neomezeně zacházet.¹⁶² Jako nesplnění zákonné podmínky považuje také případy, kdy si investor ponechává pravomoc rozhodovat o podmínkách, za kterých se investice uskuteční, nebo kdy je strategie vyjádřena příliš vágně, jako například strategie, která „*má spočívat v nabytí majetkových účastí na právnických osobách a jejich následný prodej se ziskem*“.¹⁶³ O určení strategie nepůjde ani v případech pouhého delegování správy majetku na obhospodařování třetí osobou.¹⁶⁴

Údaje o určené strategii jsou součástí žádosti o zápis do seznamu ČNB.¹⁶⁵ Detailnější vymezení obsahuje AIFMR. Za každý minifond půjde o nabídkový dokument, jeho výpis, nebo obecný popis investiční strategie.¹⁶⁶ Za nabídkový dokument ČNB považuje zejména statut, stanovy či

¹⁶¹ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁶² ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 57.

¹⁶³ Tamtéž.

¹⁶⁴ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁶⁵ § 30 odst. 1 písm. c) vyhlášky ČNB č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Podle odst. 2 pak přílohu žádosti tvoří podrobnější informace o určené strategii.

¹⁶⁶ Čl. 5 odst. 2 AIFMR.

zakladatelskou listinu anebo vzorovou smlouvu s klientem obsahující strategii.¹⁶⁷ Jeho obsahem bude alespoň informace o:

- hlavní kategorii aktiv, do nichž minifond může investovat,
- jakékoliv průmyslové, zeměpisné nebo jiné tržní sektory nebo konkrétní třídy aktiv, na něž se strategie zaměřuje a
- popis politiky minifondu pro půjčky nebo pákový efekt.

Jakou má strategie právní povahu? Jaké plynou následky z toho, pokud se správce od určené strategie odchýlí, zákon neuvádí. Pihera připomíná, že investiční strategie definující investiční fond musí mít charakter právně vynutitelné povinnosti správce takovou strategii dodržovat.¹⁶⁸ Tato teze je podle mého názoru aplikovatelná stejně tak na minifondy. Výslovně tato povinnost ze zákona nevyplývá, nicméně se domnívám, že strategie bude zpravidla vtělena ve zobecněných rysech do smlouvy uzavírané mezi investorem a správcem. Pokud by tedy správce investoval svěřený majetek v rozporu se strategií proklamovanou ve smlouvě či jiném dokumentu podobné povahy, který zakládá práva a povinnosti správce a investora, mohlo by to vést k porušení smluvní povinnosti podle § 2913 OZ.

Je možné strategii minifondu v průběhu její činnosti měnit? Nakolik zákon reflektuje riziko investorů, kteří se právě s ohledem na určitou strategii rozhodli pro investici do konkrétního minifondu? Výslovnou odpověď zákon také nenabízí, je se tak třeba uchýlit k analogickému srovnání s úpravou investičních fondů. V případě fondu kolektivního investování, tedy entity zřízené pro správu investic veřejnosti, zákon v původním znění změny statutu, která zahrnuje také změnu investiční strategie, zakazoval. Dvěma následujícími novelami však tento zákaz nejprve zmírnil, aby od něj nakonec upustil.¹⁶⁹ Současná úprava umožňuje libovolnou změnu statutu za současného splnění dvou podmínek. Zákon jednak vyžaduje, aby se fond v důsledku této změny neuchýlil k výrazně odlišnému způsobu investování, a zároveň je investorům zaručeno právo na odkup bez srážky, o kterém musí být investoři v případě provedené změny informováni.¹⁷⁰ Pokud by tohoto nebylo dodrženo, vystavoval by se tím obhospodařovatel riziku pokuty až 300 000 000 Kč.¹⁷¹ Oproti tomu fond kvalifikovaných investorů zákazem ani žádnými specifickými omezeními svázán není, z toho tedy vyplývá, že v jeho případě je možné strategii měnit libovolně pouze s ohledem na potenciální omezení stanovená smlouvou

¹⁶⁷ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁶⁸ PIHERA. Pozn. 150.

¹⁶⁹ Jednalo se o novely č. 336/2014 Sb. a č. 204/2017 Sb., kterými se měnilo ustanovení § 207 ZISIF.

¹⁷⁰ § 207 odst. 1 a 2 ZISIF.

¹⁷¹ Pokuta může být dokonce ještě vyšší, jak vyplývá z § 600 odst. 1 a 7 ZISIF.

s investory. V krajních případech dává zákon možnost ČNB zasáhnout a rozsah strategie investičního fondu omezit.¹⁷² S ohledem na vůli zákonodárce institut správy majetku podle § 15 odst. 1 ZISIF zatěžovat minimální regulací dovozuji, že změny ve strategii minifondu jsou přípustné, a to velmi flexibilně, s případnými omezeními danými právními vztahy s investory. Domnívám se také, že spíše rigidnější pojetí možnosti změn by mohlo být pro samotný finanční systém rizikové, neboť by znemožňovalo správcům flexibilně reagovat na nové příležitosti a změny na trzích. Už samotné užší vymezení dané strategie omezuje správce v libovůli stočit kormidlo spravovaného majetku do markantně odlišných vod finančního světa.

3.6 Zápis do seznamu ČNB

Každá právnická osoba, která hodlá vykonávat správu majetku v rámci režimu § 15 odst. 1 ZISIF, musí podat žádost o zápis do seznamu vedeného ČNB a být v tomto seznamu zapsána.¹⁷³ Tento zápis však nelze chápat jako podnikatelské oprávnění, které by právnická osoba potřebovala již ve fázi svého vzniku. Co se týče časové návaznosti vzniku osoby a zápisu, tak procesní pravidla v ZISIF neumožňují odložit účinnost zápisu až na okamžik vzniku právnické osoby, protože o zápis do seznamu může žádat pouze právnická osoba, která již vznikla.¹⁷⁴

Zápis do seznamu má pro správce minifondů skutečně existenční význam. ČNB může navrhnout soudu zrušení takové právnické osoby, která správu majetku srovnatelnou s obhospodařováním materiálně vykonává, ačkoliv vedena v seznamu není.¹⁷⁵ To může být doprovázeno udělením pokuty ve výši až 150 000 000 Kč.¹⁷⁶

Je třeba uvést, že seznam ČNB není veřejným rejstříkem ani veřejným seznamem.¹⁷⁷ Podle stanoviska ČNB má zápis do seznamu *pouze evidenční povahu, nepředstavuje podnikatelské oprávnění a sám o sobě neopravňuje k nabízení investičních příležitostí veřejnosti ani k shromažďování prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování*. Na místě je opět zdůraznit, že nad osobami v seznamu zapsanými Česká národní banka nevykonává dohled,¹⁷⁸ pokud však nehovoříme o výjimkách týkajících se plnění povinností spjatých se

¹⁷² § 539 písm. j) ZISIF.

¹⁷³ § 15 odst. 1 ve spojení s § 596 písm. e) ZISIF. Podle § 598 se zápis vede „v elektronické podobě, v informačním systému veřejné správy. Správcem tohoto systému je Česká národní banka, která také určuje rozsah a strukturu těchto seznamů, jakož i to, jaké údaje ze seznamů se uveřejní“.

¹⁷⁴ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

¹⁷⁵ § 15 odst. 3 ZISIF.

¹⁷⁶ Pokuta může být dokonce ještě vyšší, jak vyplývá z § 614 odst. 6 ZISIF.

¹⁷⁷ § 598 odst. 4 ZISIF.

¹⁷⁸ Jak vyplývá z logického výkladu § 534 ZISIF, ve kterém je obsažen taxativní výčet osob, nad kterými ČNB dohled vykonává.

zápisem do seznamu, plnění informačních povinností a povinností týkajících se sdělování klíčových informací a udržitelnosti.¹⁷⁹

Pro úplnost je třeba dodat, že do roku 2017 § 15 odst. 1 ZISIF obsahoval povinnost zápisu do seznamu vedeného ČNB i pro fyzické osoby. Novela však vypustila požadavek, který byl ve světle směrnice AIFMD nadbytečný a vztahoval povinnost zápisu do seznamu i na fyzické osoby, které by se však stát správcem AIF nikdy nemohly.¹⁸⁰

3.6.1 Řízení o zápisu

Podmínky pro zápis právnické osoby do seznamu jsou obsaženy v ZISIF, a dále jsou specifikovány ve vyhlášce ČNB.¹⁸¹ Vedle těchto předpisů se subsidiárně uplatní obecná ustanovení správního řádu. Požadavky na informace, jež mají být poskytnuty v rámci registrace, doplňuje prováděcí nařízení Evropské Komise.¹⁸²

Žádost o zápis lze podat pouze elektronicky.¹⁸³ Jejimi náležitostmi jsou

- identifikační údaje žadatele,
- informace o hodnotě majetku za každý svěřenský fond nebo obdobné zařízení, které žadatel spravuje nebo hodlá spravovat,
- základní údaje o určené strategii a
- přílohy.¹⁸⁴

Mezi přílohy k žádosti bude patřit

- doklad o oprávnění k podnikání žadatele, na jehož základě spravuje či bude spravovat svěřený majetek,
- seznam svěřenských fondů nebo obdobných zařízení, které žadatel hodlá spravovat,

¹⁷⁹ V případě dohledu ČNB nad plněním dalších povinností se jedná zaprvé o povinnosti podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2019/2088 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (dále jen „SFDR“). Zadruhé se jedná o povinnosti podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou (dále jen „PRIIPs“).

¹⁸⁰ Zákon č. 204/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu a související předpisy, část desátá, čl. XII, novelizační bod 1., sněmovní tisk 869, sedmé volební období

¹⁸¹ Vyhláška České národní banky č. 247/2013 Sb. o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Tato vyhláška podle § 1 odst. 1 upravuje náležitosti žádosti, její formu a způsob podání.

¹⁸² Nařízení Komise v přenesené působnosti (EU) č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled.

¹⁸³ § 532 písm. e) ZISIF a § 50 Vyhlášky o žádostech.

¹⁸⁴ § 30 odst. 1 Vyhlášky o žádostech.

- popis činnosti, ze kterého je zřejmé, že žadatel vykonává nebo hodlá vykonávat činnost, která naplňuje znaky správy podle § 15 ZISIF a současně není jinou regulovanou činností¹⁸⁵ a
- podrobnější informace o určené strategii správy majetku.¹⁸⁶

V rámci registrace musí správci za každý fond poskytnout nabídkový dokument nebo výpis z nabídkového dokumentu, či obecný popis investiční strategie. Takový výpis nebo popis strategie obsahuje přinejmenším informace o

- hlavní kategorii aktiv, do nichž bude správce svěřený majetek investovat,
- průmyslových, zeměpisných nebo jiných tržních sektorech nebo konkrétních třídách aktiv, na něž se investiční strategie zaměřuje a
- politice alternativního investičního fondu pro půjčky nebo pákový efekt.¹⁸⁷

Česká národní banka provede zápis osoby do seznamu do pěti pracovních dní ode dne doručení žádosti. Zdůraznění absence dohledu v této oblasti je patrné také v tom, že ČNB nezkoumá žádost z hlediska pravdivosti nebo přesnosti informací v ní obsažených a nepřezkoumává ani splnění předpokladů pro zápis do seznamu.¹⁸⁸

Co se týče výmazu, je o něj správce minifondu povinen ČNB požádat, jakmile přestane splňovat podmínky uvedené v § 15 odst. 1 ZISIF. ČNB však může ze seznamu osobu vymazat také z moci úřední, což lze standardně vnímat jako sankci za pasivitu a neochotu správce minifondu komunikovat s dohledovým orgánem, jak vyplývá z rozhodovací praxe ČNB, jejímuž hodnocení se věnuji níže. ČNB rozhodne o výmazu, byly-li jí prokázány skutečnosti, které výmaz odůvodňují. Zároveň je třeba uvést, že v případě výmazu není nevyhotovováno písemné rozhodnutí.¹⁸⁹

3.7 Zákaz nabízení a shromažďování investic od veřejnosti

V této podkapitole si kladu za cíl objasnit vybrané sporné aspekty současné právní úpravy správy majetku podle § 15 ZISIF, a tedy komu a za jakých podmínek zákon umožňuje do minifondu investovat. Nejprve vymezím pojem veřejnosti, tudíž za jakých podmínek se jedná

¹⁸⁵ Z popisu musí být jasné, že jde o investiční aktivitu, nikoli o jinou službu či výrobní činnost. Investiční aktivitu výše citované stanovisko ČNB vymezuje jako službu pro investory, tedy jako společnou správu majetku prováděnou na základě určené investiční strategie.

¹⁸⁶ § 30 odst. 2 Vyhlášky o žádostech.

¹⁸⁷ Čl. 5 odst. 2 AIFMR.

¹⁸⁸ § 503 ZISIF.

¹⁸⁹ § 506b odst. 2 ZISIF.

podle zákona o veřejnost, myšleno ve vztahu k nabízení a shromažďování investic. Dále se zaměřím na klíčový aspekt úpravy, a to postavení kvalifikovaného investora a podmínkám, za nichž je možné se kvalifikovaným investorem stát, protože právě o investice této kategorie investorů se fungování minifondů opírá.

Následující podkapitolu rozdělují na dvě části, na část kvantitativní a kvalitativní. Při vědomí, že vymezení tímto způsobem není úplně přesné, považuji toto vymezení za vhodně ilustrativní a přiléhavě rozdělující tuto podkapitolu. Odůvodňuje to hlavně skutečnost, že do minifondu mohou v rámci omezených možností investovat jak osoby, které jinak mohou spadat do kategorie veřejnosti, tak kvalifikovaní investoři. V rámci kvantitativního vymezení se tak budu věnovat pojmu veřejnosti, respektive hranici, od které se určitá skupina investorů za veřejnost považuje a v rámci vymezení kvalitativního pak podmínkám investování osob z řad kvalifikovaných investorů.

3.7.1 Veřejnost

V oblasti minifondů musí zákonodárce a dohledové orgány brát na zřetel možná rizika s účastí drobných investorů, byť pro tuto cílovou skupinu nebyl samotný institut zákonodárcem zamýšlen. S ohledem na výše citované nedávné případy týkající se několika správců minifondů, kdy došlo k poškození této skupiny investorů, považuji za významné potřebu jejich ochrany připomenout.

Oblast nabízení investičních nástrojů či jiných investičních příležitostí veřejnosti a shromažďování majetku od této skupiny investorů je předmětem rozsáhlé regulace. Jako veřejnost chápeme obzvláště drobné investory a domácnosti, tedy subjekty bez hlubšího odborného i materiálního zázemí, které přicházejí na finanční trh uložit a zhodnotit své úspory. Řadě z nich by v případě ztráty či znehodnocení investovaných prostředků hrozily existenční problémy. Z tohoto důvodu je tato skupina nejzranitelnější. Protože ochrana drobných investorů je jedním ze stěžejních pilířů dobře fungujícího finančního trhu a jejich tržní zastoupení se významně rozrostlo vlivem například investičního penzijního spoření, nárůstu počtu online tradingových platforem či robo-advisory službám, je potřeba nejen chránit drobné investory jako takové, ale také je třeba dbát na řádné a spravedlivé fungování trhu.

Minifondy, jak již bylo napsáno výše, nepodléhají povinnosti získat povolení od ČNB. Ta tudíž nepřezkoumává, jak kvalitně je správce schopen poskytovat a nabízet investiční služby drobným investorům. Těm jsou, tedy až na výjimky, jejich investice do minifondu zapovězeny.

3.7.1.1 Právní úprava veřejnosti ve vztahu k minifondům v ZISIF

Jádro úpravy regulující okruh investorů považovaných za veřejnost při nabízení a shromažďování investic u subjektů, které v rámci režimu ZISIF mohou obhospodařovat cizí majetek, leží ve dvou ustanoveních. Prvním je § 98 ZISIF, které stanoví zákaz shromažďování investičního majetku od veřejnosti, pokud nejsou splněny zákonné podmínky. Pro entity porušující ustanovení § 98 používá odborná literatura pojem pokoutné fondy.¹⁹⁰ Druhým stěžejním ustanovením je §295a ZISIF, jež stanovuje podmínky pro nabízení veřejně a jinak než veřejně.

Ustanovení § 98 lze považovat za klíčové omezení fungování minifondů, neboť zakazuje shromažďování majetku od veřejnosti za účelem jejich společného investování. Zákonodárce tak navíc činí preventivně výslovně ve vztahu k činnosti minifondů, ustanovení totiž hovoří o zákazu shromažďovat majetek od veřejnosti bez splnění podmínek stanovených zákonem, jinak řečeno bez získání patřičného povolení.¹⁹¹ To s ohledem na shora uvedené minifondy ke své činnosti nepotřebují, neboť jim postačí zápis do seznamu ČNB. Lze tedy uzavřít, že na vnímání subjektu jako pokoutného fondu nemá vliv, zda je daný správce zapsán v seznamu ČNB, či nikoliv. Důvod, proč toto zmiňuji je ten, že na existenci zápisu se často pokoutní správci odvolávají, a to jak při oslovování a shromažďování majetku od veřejnosti ve snaze vzbudit vyšší důvěru, tak poté ve správním řízení před ČNB.

Ustanovení § 295a ZISIF, zakotvené v části deváté ZISIF, která se věnuje nabízení investic, stanoví, že nabízet investice veřejnosti jinak než veřejně lze jen tehdy, pokud

- a) takové investice lze nabízet veřejně, nebo
- b) počet těchto osob nepřevyšuje dvacet.¹⁹²

Podle výkladového stanoviska ČNB lze při nabízení investic za veřejnost považovat širší okruh osob, který přesahuje 20 osob, nepočítaje v tom kvalifikované investory“.¹⁹³

¹⁹⁰ SVEJKOVSKÝ, a kol. Pozn. 118, s. 65.

¹⁹¹ Ustanovení § 98 odst. 4 ZISIF hovoří o tom, že se zákaz shromažďovat investice od veřejnosti vztahuje i na činnost vykonávanou v návaznosti na § 15 odst. 1 ZISIF.

¹⁹² Z hlediska materiálního vymezení pojmu „nabízení“ se zákon věnuje pouze nabízení do tuzemských nebo zahraničních investičních fondů, nikoli do dalších vehiklů, které mohou podle zákona také spravovat majetek. Podle § 294 ZISIF do pojmu nabízení spadá nabízení podílových listů nebo srovnatelných cenných papírů nebo zaknihovaných cenných papírů vydaných podle práva cizího státu nebo účastnických cenných papírů vydávaných investičním fondem nebo zahraničním investičním fondem, nebo nabízení jiné možnosti stát se podílníkem, obmyšleným, zakladatelem, společníkem nebo tichým společníkem investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu nebo v případě svěřenského fondu nebo srovnatelného zařízení také osobou, která zvyšuje majetek tohoto fondu smlouvou.

¹⁹³ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

Jelikož ZISIF zapovídá správcům minifondů nabízet investice veřejně, přichází do úvahy pouze nabízení formou neveřejnou neboli tzv. *private placement*.¹⁹⁴ Tímto zákonem užívaným termínem můžeme rozumět nabízení osobní formou, tedy mezi přáteli, rodinnými příslušníky či obchodními partnery, nikoli reklamou a všeobecně dostupnou prezentací směřující na neomezený či omezený okruh osob, jako je tomu v případě veřejného nabízení. Vlastností a nespornou výhodou nabídky formou *private placement* je oproti veřejnému nabízení její nižší regulace, avšak logicky za cenu značně nižšího záběru oslovených. Nabídku formou *private placement* vůči investorům, kteří nejsou kvalifikovanými investory, lze podle zákona učinit jen v případě splnění podmínek pro veřejné nabízení, nebo v případě, kdy počet těchto investorů nepřesáhne dvacet osob.¹⁹⁵

Pravdou je, že z pohledu jazykového výkladu podmínky obsažené v § 295a ZISIF hovoří pouze o investicích do investičních fondů nebo do zahraničních investičních fondů, nikoli o dalších subjektech, jako například o správcích podle § 15 ZISIF. Avšak k tomu ČNB zaujímá srozumitelný výklad, který pomáhá překlenout tento legislativní nedostatek, kdy tvrdí, že se ustanovení vztáhne na všechny tímto zákonem regulované subjekty.

Podle aktuálního stanoviska ČNB v případech, na které § 295a ZISIF přímo nedopadá, tedy kdy kritérium dvaceti osob neplyne z textu zákona přímo, se uplatní tento práh jen podpůrně. Dále se v něm ČNB dovolává cíle regulace, podle níž je počet osob vyšší než dvacet zákonodárcem považován za nezpůsobilý k zajištění rozumné míry kontroly nad správcem fondu. Proto je absence této kontroly nahrazena přísnějšími regulatorními požadavky, které zákon klade na fondy nabízené veřejně.¹⁹⁶

Výše uvedené stanovisko je podepřeno také aplikační praxí. ČNB v odůvodnění jednoho ze svých rozhodnutí hovoří jednoznačně a uvádí, že „*hranici pro nabízení investic veřejnosti stanovenou ustanovením § 295a zákona o investičních společnostech a investičních fondech je třeba považovat za obecné vodítko ohledně vnímání pojmu veřejnost zákonodárcem v oblasti kolektivního investování. Tato hranice se tak nevztahuje pouze na investiční fondy, potažmo zahraniční investiční fondy, ale na všechny subjekty regulované tímto právním předpisem. Počet investorů, přesahující číslo 20 nelze považovat za úzký neveřejný okruh osob*“.¹⁹⁷

¹⁹⁴ § 295a ZISIF.

¹⁹⁵ § 295a odst. 2 ZISIF

¹⁹⁶ Stanovisko ČNB *Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu*. [online]. [cit. 2023-02-21].

Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>

¹⁹⁷ Rozhodnutí České národní banky ze dne 6. září 2017, sp. zn. Sp/2016/10/573, s. 17, bod 68.

V návaznosti na to nelze opomenout, nakolik se sporným jeví pojem „veřejnost“ směrem k úzkému vztahu k přátelům, rodině, či účastníkům úzkého obchodního vztahu. Zajímavý je pohled části odborné literatury. Podle Hobzy s Mazancem lze v případě shromažďování majetku od veřejnosti připustit počet nekvalifikovaných investorů nad dvacet, pokud v rámci celkového počtu investorů do minifondu působí investoři, se kterými je správce spojen prokazatelně úzkou vazbou. Podle jejich názoru nelze počet dvaceti osob v tomto případě vnímat jako striktní, ale je třeba zohlednit materiální kritérium veřejnosti, do kterého nebudou spadat osoby s prokazatelnou zvlášť výjimečnou vazbou na správce minifondu.¹⁹⁸

Hobza s Mazancem připomínají rozdíl mezi nabízením investic veřejnosti a shromažďováním majetku od veřejnosti. V prvním případě autoři považují nabízení 21 a více osobám (bez započtení kvalifikovaných investorů) vždy bez dalšího, byť s nabízením propojeným úzkými vazbami, za nabízení veřejné, kdežto případy nabízení dvaceti a méně osobám, byť bez jakýchkoliv vazeb na nabízejícího, považují vždy za nabízení formou *private placement*. V případě shromažďování majetku tedy považují za nutné též zohledňovat materiální kritérium pojmu veřejnost, jehož pojetím lze některé investory propojené zvláštní prokazatelně úzkou vazbou na správce fondu z kritéria počtu dvacet vyjmout a do součtu osob počítaných do veřejnosti je tak nezahrnovat.

Jak napovídá jedno rozhodnutí ČNB, problematika úzkého okruhu osob v rámci kritéria zákazu shromažďování od veřejnosti není zanedbatelnou záležitostí. „*V případě, že však investice nejsou nabízeny pouze úzkému okruhu osob spojených se správcem fondu užší vazbou, je k takové činnosti nezbytné povolení České národní banky, tedy nestačí pouze zápis dle ustanovení § 15 zákona o investičních společnostech a investičních fondech, jenž na tyto situace nedopadá*“.¹⁹⁹

Výkladové stanovisko ČNB v tomto směru není jednoznačné, podle nějž je pro výše uvedené posouzení „*zpravidla rozhodující výše uvedený práh 20 osob, jiných než kvalifikovaných, ledaže je skutečně úzká vazba (zpravidla rodinná) prokazatelná*“.²⁰⁰ A ačkoli zakotvení výše popsané zvláštní skupiny investorů v pozitivní právní úpravě nenalezneme, můžeme nahlédnout alespoň do rozhodovací činnosti ČNB, která v jednom ze svých rozhodnutí negativně definuje, kdo do výše popsané kategorie „úžeji propojených investorů se správcem“ nespadá.

¹⁹⁸ HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. „*Veřejnost*“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. Obchodněprávní revue, 2019, č. 7-8, s. 176-186.

¹⁹⁹ Rozhodnutí České národní banky ze dne 6. září 2017, sp.zn. Sp/2016/10/573, s. 16, bod 62.

²⁰⁰ Stanovisko ČNB *Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu*. Pozn. 196.

ČNB ve zmíněné věci vinila správce minifondu, že neoprávněně shromažďuje prostředky od veřejnosti. Správce se odvolával na užší vztahy s drobnými investory, jejichž počet podle ČNB odůvodňoval naplnění sankčních ustanovení ZISIF trestajících přesáhnutí správy majetku u více než dvaceti osob. Jednalo se fakticky o vztahy mezi investory a osobami nabízejícími investice. Tyto vztahy se pokoušel správce prokázat formou čestných prohlášení. ČNB je však shledala jako běžné obchodní vztahy s odůvodněním, že běžné obchodní vazby, maskované za tvrzené úzké a nadstandardní vazby mezi správcem a investory, byť podepřené čestnými prohlášeními, ale bez dalšího vysvětlení a prokázání hloubky těchto vztahů nelze za úzké vztahy, které by odůvodňovaly vynětí konkrétního investora z počtu investorů tvořících veřejnost, považovat.²⁰¹

Logickým výkladem lze dovozovat, že do okruhu dvaceti osob, kterým zákonodárce stanovuje hranici pro institut veřejnosti tedy nepočítáme investory, kteří jsou blízkými rodinnými příslušníky a přáteli s dlouhotrvající úzkou vazbou. U těchto osob se předpokládá přítomnost kontrolních a korekčních mechanismů vůči správci jako příjemci prostředků, který s prostředky nakládá a je odpovědný za jejich návratnost.²⁰²

Závěrem chci shrnout, že při hodnocení skutečného počtu investorů z řad veřejnosti je třeba rozlišovat nabízení veřejnosti a shromažďování vkladů od veřejnosti. V případě nabízení je ustanovení § 295a ZISIF s ohledem na jasný postoj ČNB nutno chápat jako danou formální hranici dvaceti osob, tzv. *safe harbor for private placement*. V případě shromažďování vkladů od veřejnosti však není ani podle ČNB, ani podle odborné literatury jasné, kde se hranice nachází. Jak jsem uvedl výše, ta může být proměnlivá s ohledem na investory, kteří jsou se správcem fondu v prokazatelně úzkém vztahu.

Doporučil bych do zákona včlenit podmínku omezení nabízení veřejnosti, která explicitně vymezuje zákaz nabízet veřejnosti vůči všem entitám, které mohou podle zákona rozličnými způsoby spravovat majetek. Ustanovení §295a ZISIF by mohly podléhat nejen investičních fondy, ale rovněž by mohlo jednoznačně zahrnout všechny subjekty, které spravují majetek podle ZISIF. Také by mohlo dojít k lepšímu slazení s ustanovením § 98 ZISIF, které žádnou formální hranici neobsahuje. Považuji za nedostatečné vyplňovat mezeru pouhým výkladovým stanoviskem ČNB.

²⁰¹ Rozhodnutí Bankovní rady České národní banky ze dne 23. listopadu 2017, sp. zn. Sp/2016/10/573, str. 5-6, bod 18.

²⁰² Stanovisko ČNB *Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu*. Pozn. 196.

Výklad ČNB můžeme nacházet nejen ve zmíněném stanovisku, ale také v její rozhodovací činnosti: „[...] pojem veřejnost je třeba vykládat v mezích účelu ochrany investorů a finančního trhu sledovaného právní úpravou kolektivního investování. Právní úpravou nelze přesně taxativně vymezit okruh investorů, který ještě nebude veřejností, bez rizika, že výčet nebude úplný. Proto právní úprava ponechala na orgánu dohledu, aby posoudil splnění kritéria shromažďování prostředků od veřejnosti s přihlédnutím k okolnostem konkrétního případu. Jedná se o standardní legislativní prostředek. Stanovisko ČNB pak slouží jako výkladová pomůcka, která má adresátům přiblížit přístup orgánu dohledu k výkladu příslušných ustanovení zákona“.²⁰³

Dlužno říci, že ČNB má snahu nejasnosti týkající se popsané úpravy ve svých stanoviscích pravidelně reflektovat. S citovaným postojem ČNB však nesouhlasím. Zpřesnění či zanesení výslovné normy regulující shromažďování majetku od veřejnosti a vztahující se výslovně na veškeré subjekty, které podle ZISIF mohou spravovat majetek, do zákona, by dle mého názoru přispělo k vyšší právní jistotě adresátů právních norem kolektivního investování.

3.7.1.2 Trestání pokoutných fondů

Jelikož znění § 98 ZISIF je uvozeno slovy „zakazuje se shromažďovat, jakož i pokusit se shromažďovat“, o shromažďování prostředků za účelem společného investování jde nejen tehdy, pokud dochází k neoprávněnému shromažďování prostředků od veřejnosti, ale už v případech, kdy dochází k oslovování veřejnosti. Podle ČNB ani nezáleží, na základě jakého právního titulu či právní formy této investice jsou prostředky od veřejnosti shromažďovány, sleduje se pouze to, zda došlo k oslovení investorů či svěřeni jejich majetku do rukou správce.²⁰⁴

Dalším důležitým kritériem, podle kterého je posuzováno, zda jde o pokoutný fond či nikoliv, je míra zapojení investora do každodenních záležitostí fondu. Pokud investor rozhoduje o konkrétních investicích a dalších otázkách v rovině každodenního řízení, chybí prvek správy a o společné investování nepůjde. Pokud každodenní prvek chybí, pak dojde bezpochyby k naplnění znaků pokoutného fondu, nemluvíme-li ovšem o extrémně pasivních investičních strategiích, které některé fondy mohou uplatňovat. Poslední podmínkou je vystavení investice

²⁰³ Rozhodnutí Bankovní rady České národní banky ze dne 23. listopadu 2017, sp.zn. Sp/2016/10/573, str. 5, bod 16.

²⁰⁴ Stanovisko ČNB *Pokoutné fondy kolektivního investování* [online]. [cit. 2023-03-01].

Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

tržnímu riziku, tedy úplná či částečná závislost návratnosti investice či zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány. K naplnění této podmínky nedojde, pokud došlo ke stanovení reálného fixního výnosu pomocí dluhových nástrojů, jako například při využití smlouvy o zápůjčce, úvěru či vydání dluhopisů.²⁰⁵

Jako sankci za porušení komentovaného ustanovení zákon umožňuje mimo jiné uložení skutečně vysokých pokut. Za takový přestupek je možné uložení pokuty do výše až 150 000 000 Kč, 10 % z celkového ročního obrátu sankcionované právnické osoby podle poslední účetní závěrky, nebo do výše dvojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, pokud přesahuje takto určená výše částku 150 000 000 Kč. Hrozbě pokuty a zákazu činnosti společně s nařízením uveřejnění informace o tom, jaká je povaha protiprávního jednání a která osoba takto jednala, čelí také fyzické osoby.²⁰⁶ V úvahu přichází také možnost sankcí trestněprávní povahy.²⁰⁷

3.7.2 Kvalifikovaný investor

Pojem kvalifikovaný investor je vnímán, dovolím si v nadsázce říci, jako zaklínadlo otevírající brány do velkého světa finančních kolotočů, kterým vévodí hedge fondy. Působení v typech fondů přístupných pouze kvalifikovaným investorům přináší nesporné výhody pro obě strany, jak pro investora, tak i správce fondu. Půjde především o nižší regulaci, s tím spojené nižší náklady a zvýšenou tendenci nabízet rizikové investice, s nimiž jsou spojeny potenciálně vyšší výnosy. Zákonodárce však, jak jsem již uvedl výše, nepřipouští možnost investovat do těchto fondů těm investorům, kteří nespĺňují přísné kapitálové požadavky a zároveň neprokáží určitý finanční přehled. Cílem je vyloučit drobné investory a chránit tak nejen jejich úspory a finanční zdraví, ale také stabilitu finančního systému jako celku. S ohledem na rozsah práce se budu věnovat pohledu na kvalifikované investory pouze v rámci režimu správy podle § 15 ZISIF.

Jak také poukazuje odborná literatura²⁰⁸, na první pohled se minifondy ve srovnání s fondy kvalifikovaných investorů ve věci zákazu shromažďovat majetek od veřejnosti neliší. Zatímco u fondu kvalifikovaných investorů se jeho investorem může stát pouze kvalifikovaný investor a v případě, kdy tato podmínka splněna není, je účast investora stížena od počátku sankcí zdánlivosti. V rámci minifondu se investorem mohou stát i osoby, jež podmínky pro status

²⁰⁵ Stanovisko ČNB „*Pokoutné fondy kolektivního investování*“. Pozn. 204.

²⁰⁶ § 614 a § 618 ZISIF

²⁰⁷ O nejčastější trestněprávní kvalifikaci půjde zřejmě v případě naplnění znaků trestného činu podvodu podle § 209 trestního zákoníku.

²⁰⁸ HOBZA. Pozn. 3.

kvalifikovaného investora nesplňují, pokud jejich počet nepřevyšuje dvacet oslovených osob. V případě překročení tohoto počtu ale žádnou podobnou sankci zdánlivosti zákon neobsahuje.

V první části této podkapitoly jsem vymezil kvantitativní východiska okruhu investorů do minifondu, nyní se budu věnovat těm kvalitativním. Obecné ustanovení § 15 odst. 1 ZISIF žádnou podmínku kladenou na kvalitativní určení investora nestanoví, činí tak až ustanovení § 98 ZISIF. Podle něj je zakázáno shromažďovat majetek od veřejnosti za účelem společného investování. Pokud se však shromažďuje výlučně od kvalifikovaných investorů, tento zákaz neplatí.²⁰⁹

Hranici pojmu veřejnost jsem již výše načrtl, nyní se zaměřím na pojem kvalifikovaný investor. Obecné vymezení nalezneme v § 272 ZISIF, které rozděluje kvalifikované investory do několika kategorií. Pro účely přehlednosti tohoto tématu je rozdělím do tří kategorií.

Do té první patří investoři, kterými jsou v první řadě subjekty, které jsou považovány za profesionální zákazníky podle ZPKT, na který ZISIF v tomto směru odkazuje, a také další specifické subjekty. Jde především o velké finanční instituce jako například banky, pojišťovny, či investiční společnosti a investiční fondy, ale také právnické osoby založené za účelem podnikání disponující rozsáhlou kapitálovou strukturou.²¹⁰

Do druhé kategorie patří investoři, kteří učiní prohlášení o tom, že si jsou vědomi rizik spojených s investováním do daného fondu.²¹¹ Zároveň investují částku alespoň 125 000 EUR.²¹² Podle důvodové zprávy k dotčenému ustanovení je smyslem této úpravy určit, že je daný investor kvalifikovaný, a to prokázáním ochoty investovat značnou částku do výrazně rizikového investičního fondu a zároveň učiněním písemného prohlášení o obeznámení s veškerými riziky s investicí spojenými. Teprve poté lze předpokládat, že investor si je vědom podstupovaného rizika a disponuje dostatečným množstvím informací.²¹³ Povinnost učinit písemné prohlášení v dokumentu, který není součástí smlouvy, vychází z nařízení EU. Tato povinnost se ovšem nevztahuje na vedoucí pracovníky nebo zaměstnance zapojené do řízení

²⁰⁹ § 98 odst. 2 ZISIF.

²¹⁰ § 272 odst. 1 ve spojení s § 2a ZPKT.

²¹¹ Pro úplnost dodávám, že rozdíl mezi kvalifikovaným investorem podle § 272 odst. 1 písm. h) a investorem podle písm. i) téhož ustanovení spočívá v tom, že prvnímu stačí investovat do několika fondů považovaných za fondy kvalifikovaných investorů částku dohromady tvořící minimální limit, kdežto druhý minimální částku investuje právě do jednoho fondu.

²¹² Při současném kurzu se jedná o přibližně 3 000 000 Kč.

²¹³ Text uvedený k § 272 zvláštní části důvodové zprávy ZISIF.

správce kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu, pokud investují do fondu, na jehož správě se podílí.²¹⁴

Třetí kategorii tvoří investoři, kteří učiní prohlášení o vědomosti rizik spojených s investicí, investují alespoň 1 000 000 Kč a současně je u nich provedeno vyhodnocení vhodnosti investice. Hranice mezi druhou a třetí kategorií investorů je jasná a činí přibližně 2 miliony Kč. Právě třetí podmínka znázorňuje snahu zákonodárce minimalizovat investiční riziko u této skupiny investorů. Důraz není kladen však jen na to, zda u investora investujícího částku v rozmezí 1 000 000 Kč až 125 000 EUR bylo provedeno vyhodnocení vhodnosti jeho investice, ale zejména na skutečnost, kým byl tento test vyhodnocen.

Obecně je cílem testu vhodnosti vyhodnocení, zda na základě informací získaných od posuzované osoby investice odpovídá finančnímu zázemí, investičním cílům, preferencím v oblasti udržitelnosti,²¹⁵ znalostem a zkušenostem v oblasti investic investující osoby. Principiálně stejně, jako v případě investičního dotazníku podle § 15h ZPKT, díky kterému obchodník s cennými papíry získává od zákazníka informace o jeho znalostech a zkušenostech a následně vyhodnocuje, zda je poskytnutí investiční služby pro zákazníka vhodné.

Z ustanovení § 272 ZISIF vyplývá, že prověřující osobou provádějící test vhodnosti nemůže být sám o sobě správce minifondu podle § 15 ZISIF. V případě, kdy hodlá investorovi s částkou v rozmezí 1 000 000 Kč až 125 000 EUR investici v minifondu nabídnout a neplánuje tuto osobu zahrnout do okruhu veřejnosti, otevírá se mu jediná možnost, a to pověřit provedením uvedeného testu regulovaný subjekt, který je sám oprávněn poskytovat ve vztahu k nástrojům vydávaným podle § 15 ZISIF investiční služby. Okruh osob, které mohou provést test vhodnosti, zahrnuje jednak obhospodařovatele či administrátory investičních fondů, kteří mají odpovídající povolení podle ZISIF, ale i o osoby mající povolení k odpovídající investiční službě podle § 4 ZPKT. Podle ČNB je současně nezbytné, aby pověřená osoba spolu s provedením testu vhodnosti poskytla příslušnému zájemci o investici do minifondu investiční službu, čímž je tedy nepřímě řečeno, že delegovat vyhodnocení testu vhodnosti může jen správce minifondu, ve kterém představují účast investora investiční nástroje, typicky akcie, případně kmenové listy.²¹⁶

²¹⁴ Článek 6 Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu.

²¹⁵ K preferencím v oblasti udržitelnosti. [online]. [cit. 2023-03-17].

Dostupné z <https://maples.com/en/knowledge-centre/2022/6/mifid-sustainability-preferences---putting-esg-at-the-centre-of-the-sales-process>

²¹⁶ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

V případě řádně provedeného testu vhodnosti, společně s prohlášením o vědomosti rizik spojených s investicí, je takový investor považován za kvalifikovaného investora a není zahrnován do limitu dvaceti osob, do kterých se počítají zástupci veřejnosti. Hovořím ale pouze o případě minifondů, u kterých je účast investora představována investičním nástrojem.

Mám za to, že pro správné fungování ZISIF a dosažení cílů zákonodárce v této oblasti je nutné, aby zákon přesně stanovil, za jakých podmínek může zmíněná skupina investorů do minifondu investovat. Výkladu sice opět napomáhá aktualizované stanovisko ČNB, které uvádí najisto, že v případě minifondů, u kterých účast investora bude představována investičním nástrojem, je možné delegovat provádění testu vhodnosti, ale u minifondů, kdy tomu tak nebude, naopak delegování vyhodnocení tohoto testu možné není a investor tak bude muset splnit podmínku výše investice alespoň 125 000 EUR. Zákon v tomto bohužel působí značně nepřehledně. Ustanovení ZISIF sice úsporně odkazují na ustanovení ZPKT, nicméně je třeba si přiznat, že podmínek, za kterých právo umožňuje úspěšně delegovat povinnost provést test vhodnosti na kvalifikovaný subjekt, je možné se dobrat až při provedení několika kroků napříč oběma zákony. To bude zpravidla vyžadovat značné intelektuální úsilí, při němž se adresáti právních norem mohou dopouštět výkladových chyb.

3.8 Zákaz přesáhnutí rozhodného limitu

Jedním ze znaků, který minifondy významně charakterizuje a mimo jiné je odlišuje od investičních fondů, je vždy existující horní hranice objemu spravovaného majetku. Zákon přejímá základní podmínku směrnice AIFMD, která pro správce menšího objemu majetku tento regulatorně mírnější režim připouští.

3.8.1 Vymezení a výpočet rozhodného limitu

Obecný zákaz přesáhnutí rozhodného limitu nalezneme v § 15 odst. 1 ZISIF. Konkrétní limity, které správci nesmějí překročit, poskytuje ustanovení § 16 ZISIF. K přesažení rozhodného limitu správcem dojde, jakmile hodnota majetku právně nebo fakticky spravovaného jednou osobou překročí částku

- a) 100 000 000 EUR, nebo
- b) 500 000 000 EUR, za předpokladu splnění současně obou podmínek, kdy
 1. žádná část shromážděného majetku nebyla nabyta s využitím pákového efektu a

2. vyplacení či rozdělení investovaného majetku investorovi nebylo provedeno dříve než po pěti letech od shromáždění investovaného majetku od tohoto investora.²¹⁷

Částka 100 000 000 EUR tak představuje *safe harbour for private investment*, tedy bezpečný přístav, kdy pro správu majetku s objemem pod touto hranicí nejsou stanoveny další podmínky.²¹⁸

Minifondy s objemem majetku ve výši 100 000 000 EUR až 500 000 000 EUR pak musí splňovat podmínky přísnější. První z nich požaduje, aby hodnota majetku odpovídala čisté hodnotě aktiv minifondu (tzv. *net asset value*), kdy jinými slovy správce minifondu nevyužívá ve své strategii pákový efekt.²¹⁹ Tím zákon chápe použití jakýchkoli postupů vedoucích ke zvýšení expozice minifondu, například přijetím úvěru, zápůjčky peněžních prostředků či investičních nástrojů anebo investováním do nástrojů peněžního trhu obsahujících derivát.²²⁰ Druhou podmínkou pro užití vyššího limitu je, aby minifond byl na pět let jinak řečeno uzavřeným fondem. Pokud se tedy správce minifondu rozhodne přesáhnout nižší stomilionový limit, nesmí po dobu pěti let od přijetí investice tento majetek investorovi vyplácet nebo rozdělovat.

Způsob výpočtu celkové hodnoty spravovaných aktiv, jakož i způsob výpočtu expozice i míry využití pákového efektu, je vymezen v AIFMR. Způsob výpočtu celkové hodnoty aktiv, tedy postup týkající se všech správců, je technického charakteru, ale lze jej stručně popsat v několika krocích. Nejprve správci musejí identifikovat veškerý spravovaný majetek minifondu a provést ocenění tohoto majetku v souladu s pravidly pro oceňování podle tuzemských předpisů.²²¹ Po určení hodnoty tohoto majetku nakonec tuto hodnotu porovnají s rozhodným limitem. Správce s majetkem přesahujícím hodnotu 100 000 000 EUR musí zprávu o stavu spravovaného majetku podávat ČNB jednou za půl roku, ostatní správci pak nejméně jednou ročně.²²²

Ostatně toto prováděcí nařízení Komise je však podle zákonodárce v nesouladu s AIFMD, protože nerespektuje, že rozhodný limit má být počítán také v rámci koncernu. Zákonodárce se v tomto rozporu přiklonil k AIFMD a tento problém vyřešil v § 16 odst. 1 ZISIF užitím spojení „*právně nebo fakticky*“. Bez tohoto zásahu by bylo možné rozhodný limit snadno obcházet,

²¹⁷ § 16 odst. 1 ZISIF.

²¹⁸ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 63.

²¹⁹ Tamtéž.

²²⁰ § 16 odst. 4 ZISIF.

²²¹ V § 196 ZISIF jsou uvedeny možnosti specifického hodnocení některých aktiv, jako například akcií nebo dluhopisů.

²²² Čl. 2 odst. 1 a 6 ve spojení s čl. 110 odst. 3 písm. a) AIFMR.

a to pomocí účelového zakládání personálně propojených společností fakticky tvořících koncern.²²³

Uvedené hranice představující rozhodný limit, který správci nesmí přesáhnout. K tomu dojde, pokud objem spravovaného majetku přesáhne příslušnou částku a tento stav není jen dočasný. To AIFMR, na které v této otázce odkazuje § 16 odst. 3 ZISIF chápe jako období delší než tři měsíce.²²⁴ Prováděcí nařízení tím de facto říká, že za překročení prahové hodnoty se nepovažuje takové překročení, které je jen dočasné. Po uplynutí tří měsíců se tedy správce dostává do stavu, ve kterém překračuje rozhodný limit. Jeho povinností je přepočítat celkovou hodnotu spravovaných aktiv s cílem prokázat, že je nižší než prahové hodnoty, anebo prokázat ČNB, že důvod způsobující překročení prahové hodnoty zanikl a žádost o povolení není třeba podávat.²²⁵

3.8.2 Přesažení rozhodného limitu a proces *opt-in*

Konečně v zákoně nalezneme také podmínky tzv. *opt-in* a *opt out* režimu. V prvním případě se jedná o možnost, kdy správce minifondu překročí rozhodný limit a rozhodne se ucházet o povolení k obhospodařování investičního fondu. V případě *opt-out* se jedná o opačnou situaci, kdy bylo povolení k činnosti investiční společnosti nebo investičnímu fondu z různých důvodů odňato. Dnem právní moci rozhodnutí ČNB o odnětí povolení dojde k zápisu této společnosti jako osoby podle § 15 odst. 1 ZISIF do příslušného seznamu.²²⁶

V ustanoveních § 17 ZISIF nacházíme zvláštní, přechodný režim pro správce, kteří hodlají přesáhnout rozhodný limit a získat k tomu příslušné povolení. Tento režim zohledňuje jejich dobrou vůli jednat s předběžnou opatrností, nenarušuje jejich činnost a chrání je před sankcemi, kterými může být pokuta a možnost zrušení soudem.²²⁷ Pro upřesnění uvádím, že ustanovení se nevztahuje pouze na osoby podle § 15 odst. 1 ZISIF, z pohledu těchto osob ho však představím.

Zákon reflektuje jak situaci správců, kteří usilují o získání povolení pro činnost investiční společnosti podle § 479 ZISIF či investičního fondu podle § 480 ZISIF, které by jim umožnilo trvale přesáhnout rozhodný limit, tak ale upravuje i postupy zamezující tomu, aby správci, kteří zájem takové povolení získat nemají, neporušovali zákon a nezvyšovali systémové riziko.

²²³ Důvodová zpráva k § 2 ZISIF.

²²⁴ Čl. 4 odst. 4 AIFMR.

²²⁵ Čl. 4 odst. 5 AIFMR

²²⁶ § 646 odst. 2 ZISIF.

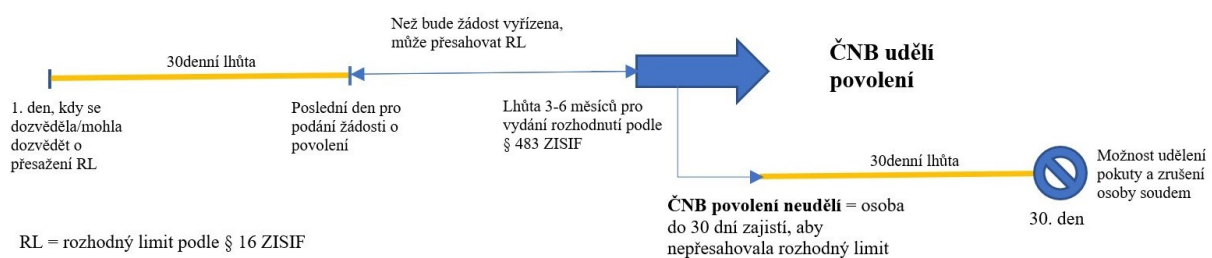
²²⁷ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 68.

Nyní již k samotnému postupu. Pokud správce minifondu přesáhne rozhodný limit, ačkoliv povolením k takovému přesažení nedisponuje, je povinen ve třicetidenní lhůtě podat žádost o příslušné povolení anebo zajistit, aby k přesahování limitu dále nedocházelo. Tato lhůta k učinění jednoho či druhého počíná běžet ode dne, kdy se o tomto přesažení správce dozvěděl nebo mohl dozvědět.²²⁸ Jedná se tak o subjektivní lhůtu, kterou zákonodárce reaguje na to, že ocenění některých aktiv neprobíhá denně, jak tomu bývá například u nemovitostí.²²⁹

V období od podání žádosti ČNB do jejího pravomocného vyřízení je správce oprávněn rozhodný limit přesahovat. Správci je tak poskytnuta několikaměsíční lhůta, ve které může vystupovat, jako by už povolení získal.²³⁰ ČNB je vázána lhůtou vydat toto rozhodnutí do tří měsíců, pokud je žádost bezvadná, jinak může tuto lhůtu o další tři měsíce prodloužit.²³¹ Úskalí pro správce však tkví v tom, že již od okamžiku podání žádosti se na ně pohlíží jako na obhospodařovatele s příslušným povolením limit přesahovat.²³² Tento závěr vyplývá také z přestupkového ustanovení, podle kterého se na osoby v této fázi pohlíží jako na obhospodařovatele, který povolení k přesažení rozhodného limitu získal.²³³ Trvání této fikce je časově ohraničeno ode dne podání žádosti o povolení až do pravomocného skončení řízení.

V případě kladného rozhodnutí ČNB se správce bude řídit podmínkami stanovenými v daném povolení, předpokládejme tedy, že dojde k výmazu ze seznamu ČNB a vynětí z režimu § 15 odst. 1 ZISIF. V opačném případě je správce povinen do 30 dní od právní moci rozhodnutí ČNB zajistit nepřesahování limitu. Celý proces ilustruji na obrázku níže.

Schéma procesu opt-in při překročení rozhodného limitu osobou podle § 15 odst. 1 ZISIF



Zdroj: vlastní tvorba

²²⁸ § 17 odst. 1 ZISIF.

²²⁹ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 67.

²³⁰ § 17 odst. 3 ZISIF.

²³¹ § 483 odst. 1 ZISIF.

²³² § 17 odst. 3 věta druhá ZISIF.

²³³ § 622 odst. 1 ZISIF.

Zajímavé je řešení zákonodárce v případech podávání opakovaných žádostí o povolení. Toto řešení je důležité zejména ve vztahu k těm správcům, kteří by ochranné lhůty, během níž trvá řízení o žádosti a správce je oprávněn do jeho skončení limit přesahovat, hodlali zneužívat. Pozornost si zaslouží dvě situace, kdy dělicí hranicí je okamžik podání žádosti. V prvním případě vystupuje správce, který podal svou první žádost ještě před přesažením limitu. Za tuto předběžnou opatrnost ho zákon odměňuje jedním „chráněným pokusem“ podat žádost navíc, a to právě včetně práva po celou dobu řízení o této žádosti přesahovat rozhodný limit. Tento správce tedy může využít ochranné lhůty k přesažení limitu až třikrát.²³⁴

V druhém případě správce podal žádost o přesažení limitu až po jeho přesažení. Tomuto správci dává zákon možnost řízení, včetně lhůty k legálnímu přesahování limitu také opakovat, ale s možností ochranné lhůty k přesažení jen jednou. Poté může žádost o povolení podávat libovolněkrát, ale již bez možnosti v mezidobí přesahovat limit. Zcela zjevně se zákonodárce snaží předejít situaci, kdy by správce opakovaně podával žádosti a po právu by se tak zdržoval zákonné lhůtě, v rámci které je mu povoleno rozhodný limit přesahovat.²³⁵ Pokud by hypoteticky na takovou situaci zákon nepamatoval, správce by nepochybně jednal v rozporu se zásadou zákazu zneužití práva.

3.8.3 Sankce za neoprávněné překročení rozhodného limitu

Závěrem je třeba poukázat na přísné sankce, které zákon za neoprávněné překročení rozhodného limitu umožňuje uložit. Především se jedná o možnost udělení pokuty, a to až do částky pohybující se okolo 150 000 000 Kč.²³⁶ U toho ale zákon nekončí, nýbrž umožňuje soudu také zrušení této správcovské společnosti a nařízení likvidace. Takový návrh může soudu učinit ČNB, nebo ten, kdo na tom má oprávněný zájem.²³⁷

3.9 Informační povinnost

V zákoně nenalezneme mnoho povinností, které musí správce minifondu vůči ČNB splňovat. Svým charakterem pravidelnosti však vyčnívá informační neboli reportovací povinnost, kterou lze chápat jako povinnost správce každoročně poskytovat ČNB určité výkazy. Vztahuje se i na

²³⁴ Jak vyplývá z § 17 odst. 2 a 4 ZISIF.

²³⁵ To vychází z § 17 odst. 1, 2 a 4 ZISIF.

²³⁶ Podle § 616 odst. 4 písm. a) ZISIF ve spojení s § 616 odst. 5 ZISIF lze udělit právnické osobě jako osobě uvedené v § 15 odst. 1 ZISIF, která přesáhne rozhodný limit, aniž splní zákonné povinnosti, několikero druhů sankcí. Jako první se nabízí pokuta do výše až 150 000 000 Kč, nebo do výše 10 % celkového ročního obratu osoby, pokud tato částka přesahuje 150 000 000 Kč, nebo pokuta ve výši dvojnásobku neoprávněného prospěchu získaného spácháním tohoto přestupku, lze-li vyšší neoprávněného prospěchu zjistit a přesahuje-li takto určená výše pokuty částku 150 000 000 Kč.

²³⁷ § 17 odst. 5 ZISIF.

ty případy, kdy správce nespravuje žádná aktiva. Jedná se o výjimku z pravidla, že ČNB nad oblastí minifondů nevykonává dohled. Cílem této podkapitoly je seznámit se s prameny informační povinnosti, s její obsahem a demonstrovat některé aspekty jednání správců z pohledu statistiky přestupků v této oblasti. V závěru se uchylují k hodnocení současné právní úpravy a návrhům některých změn.

3.9.1 Prameny a obsah informační povinnosti

Požadavek pravidelného reportingu vychází z AIFMD, kde se vyjímá mezi základními podmínkami fungování minifondů, které musí členské státy zajišťovat.²³⁸ Jak směrnice uvádí ve svém recitále, přestože činnosti správců minifondů nebudou mít pravděpodobně v jednotlivých případech významnější vliv na finanční stabilitu, může jejich činnost v souhrnu vyvolat systémová rizika. Proto se navzdory upuštění od povolovacího postupu uchyluje k nutnosti registrace a pravidelné reportovací povinnosti.²³⁹ Podrobnosti rozvíjí AIFMR. Česká legislativa informační povinnost správců minifondů upravuje v ZISIF²⁴⁰ a ve vyhlášce ČNB.²⁴¹

Na základě výše uvedené právní úpravy mají správci minifondů povinnost poskytovat informace o hlavních nástrojích, s nimiž obchodují, o hlavních expozicích rizika a nejvýznamnějších koncentracích alternativních investičních fondů, které spravují, aby dohledovému orgánu umožnili účinným způsobem sledovat systémové riziko.²⁴² Požadované informace jsou technického rázu, proto je nebudou ve své práci podrobněji popisovat.

Poskytované informace dále umožňují efektivní dohled nad tím, zda objem spravovaného majetku v rámci minifondu nepřesahuje rozhodný limit. Jak již bylo řečeno, informační povinnost se vztahuje také na případy dočasné povahy přesažení rozhodného limitu, neboť správce minifondu je povinen ČNB informovat v případě každého jeho překročení. Pokud podle uvážení správce má přesáhnutí limitu pouze dočasnou povahu, tedy podle AIFMR nejvíce tři měsíce, informuje správce ČNB a odůvodní své závěry. Pokud takové přesáhnutí podle správce nebude mít dočasnou povahu, poté musí informovat ČNB a do třiceti dní podat žádosti o povolení.²⁴³

²³⁹ Recitál č. 17 AIFMD.

²⁴⁰ Jedná se o ustanovení § 462 a § 463 ZISIF, které upravují informační povinnost obhospodařovatelů investičního fondu, a dále § 477 ZISIF, které stanoví rozšířenou působnost vyjadřující přiměřené použití citovaných ustanovení pro osoby podle § 15 odst. 1 ZISIF.

²⁴¹ Vyhláška ČNB č. 267/2020 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance.

²⁴² Článek 3 odst. 3 písm. d) AIFMD.

²⁴³ Článek 4 AIFMR.

Výkazy správci vkládají do databáze prostřednictvím informačního systému SDAT.²⁴⁴ V návaznosti na to připojují jednu připomínku z praxe. Podle sdělení jednoho z oslovených správců minifondů lze vkládat roční výkazy do informačního systému ČNB výhradně ze zařízení s operačním systémem Windows a pouze z určitého typu webového prohlížeče. Tato bezdůvodná diskriminace se mi zdá poněkud nešťastná, a i přesto, že na tento problém je legislativní změna krátká, věřím, že podmínky pro plnění zákonných povinností budou co nejdříve odrážet tržní realitu a prostředí 21. století.

Opomenuta ovšem nesmí být ani sankční část informační povinnosti. Zákon umožňuje v případě nesplnění této povinnosti uložení vysoké pokuty.²⁴⁵ Nejedná se však pouze o nepředložení ročních výkazů, které ČNB správcům vytýká. Nejednou ČNB udělila za citovaný přestupek pokutu, a protože správce s ČNB následně zjevně nekomunikoval, z jeho celkové pasivity pak ČNB dovozovala ukončení činnosti, pro kterou byla správcovská společnost v seznamu zapsána, a tedy, že přestala být osobou podle § 15 odst. 1 ZISIF. ČNB rozhodnutím vydala příkaz k výmazu společnosti ze seznamu.²⁴⁶ Jak vyplývá z následující statistiky, jedná se ze strany ČNB o standardní postup.

3.9.2 Statistika trestání přestupků v oblasti informační povinnosti

Závěr podkapitoly věnuji statistice správního trestání ve sféře informační povinnosti správců minifondů, která vyplývá z rozhodovací činnosti ČNB v letech 2019 až 2022.²⁴⁷ Není totiž mnoho oblastí, ve kterých má ČNB zákonem svěřenou pravomoc správce minifondů trestat. Následující rozbor rozhodovací činnosti dohledového orgánu nám nabízí pohled, v jakých oblastech správci zákon porušují nejčastěji, a jaké ČNB ukládá sankce.

V roce 2019 došlo k vydání 10 příkazů. V devíti případech šlo o příkazy, jimiž ČNB takto rozhodla o výmazu správců minifondů ze seznamu, kdy sankcionovala správce za pasivitu v komunikaci s dohledovým orgánem. Ve všech 10 případech bylo dále dotčeným subjektům vytýkáno nesplnění informační povinnosti. V šesti případech byla udělena pokuta 50 000 Kč, pokuty ve výši 25 000 Kč, 40 000 Kč, 90 000 Kč a 100 000 Kč byly uloženy vždy v jednom

²⁴⁴ Účelem systému SDAT je zajistit sběr statistických a dohledových dat pro potřeby České národní banky a jejich přípravu pro další statistické a analytické zpracování v návazných informačních systémech [online]. [cit-2023-03-03]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/statistika/sdat/>.

²⁴⁵ Podle § 616 odst. 6 ZISIF lze uložit pokutu až 150 000 000 Kč, nebo vyšší.

²⁴⁶ Například rozhodnutí ČNB ze dne 3. srpna 2022. Sp. zn. Sp/2022/150/573, str. 4, bod E.

²⁴⁷ Zkoumaná rozhodnutí dostupná z internetových stránek České národní banky [online]. [2023-03-03]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>.

případě. Poslední dvě jmenované částky byly uloženy jako pokuta za opakované spáchání jmenovaného přestupku a přihlednutí k již dříve uložené sankci za stejné protiprávní jednání.

V roce 2020 došlo k vydání 8 příkazů, z nichž všechny byly příkazy k výmazu. Ve všech případech byl výrok o výmazu doprovázen výrokem o udělení pokuty, ve všech případech z důvodu spáchání přestupku podle § 616 odst. 4 písm. b) ZISIF, tedy nesplnění informační povinnosti. Ve všech případech byla udělena pokuta ve výši 50 000 Kč.

V roce 2021 došlo k vydání 14 příkazů, z nichž 13 bylo příkazem k výmazu. Ve všech těchto příkazech k výmazu bylo správcům vytýkáno porušení informační povinnosti a vymazávaným společnostem také nereagování na výzvy dohledového orgánu. V jednom případě byla udělena pokuta ve výši 100 000 Kč, a to z důvodu opakovaného přestupku nesplnění informační povinnosti, v ostatních případech pokuta ve výši 50 000 Kč.

V roce 2022 došlo k vydání 44 příkazů, z nichž bylo 37 příkazů k výmazu. Důvod byl u 42 případů stejný, a to pasivita k výzvam ČNB a porušení informační povinnosti. Dále u jednoho případu se jednalo o porušení povinnosti uvádět na webových stránkách skutečnost, že správce nepodléhá dohledu ČNB. V jednom případě potom správce porušil zákaz shromažďovat majetek od veřejnosti, toto jednání ČNB sankcionovala pokutou ve výši 5 000 000 Kč. Ve dvou případech byla udělena pokuta ve výši 100 000 Kč s odůvodněním spáchání opakovaného přestupku. V jednom případě se ČNB odchýlila od svého standardu ukládání správních trestů a udělila pokutu ve výši 20 000 Kč. To odůvodnila odstraněním škodlivého následku a napomáháním správce při objasňování přestupku. V ostatních 40 případech byla udělena pokuta ve výši 50 000 Kč.

Z výše uvedeného vyplývá následující. Při současném trendu ukládání správních trestů hrozí správcům minifondů při nesplnění každoroční informační povinnosti pokuta ve výši 50 000 Kč. Pokud navíc bude správce ve vztahu k výzvam ČNB pasivní, hrozí mu současně výmaz ze seznamu. V žádném případě dosud nedošlo k vydání příkazu k výmazu, který by zároveň nedoprovázela pokuta za nesplnění informační povinnosti. V případě opakování přestupku správci hrozí sankce ve dvojnásobné výši, tedy 100 000 Kč. Pokud ovšem správce bude s ČNB při objasňování přestupku spolupracovat a například odstraněním škodlivého následku přestupku prokáže, že šlo z jeho strany o excés, může se dočkat snížené výše pokuty. S ohledem na zvyšující se počet správců minifondů se zvyšuje i počet těch správců, kteří nehodlají plnit informační povinnost. Lze pouze spekulovat, zda tak činí z důvodu pasivity či dokonce neznalosti. Vzhledem k vysokému počtu příkazů k výmazu, ve kterých je správcům vytýkáno

nejen porušení informační povinnosti, ale také absence ochoty komunikovat s ČNB, se lze domnívat, že se správci uchylují k nekalým praktikám, které by byly z poskytnutých výkazů snadněji zjištělné.

Poslední zmíněný problém považuji za alarmující. Nespočet správců, kteří byli ze seznamu vymazáni, se nechali do zápisu opakovaně zapsat a ve své činnosti nadále pokračují. Jedinou sankcí za nesplnění jejich zákonné povinnosti tak byla pokuta. Správci tedy dnes ví, že cena za neposkytnutí výkazu činí asi 50 000 Kč, to se správcům za cenu například možnosti střednědobě spravovat objem majetku přesahující rozhodný limit může bohatě vyplácet.

Navrhuji, aby této zatím pouze neetické praktice zákonodárce zamezil. Nabízí se dvojí cesta. První možností je zvýšení spodní hranice pokuty za tento delikt, která je v současné době nulová. Ta by mohla hrát roli citelného rizika, a tudíž dostatečné motivace k dodržování zákona. Druhou, jednodušeji realizovatelnou možností, je odepření opakovaného zápisu správce do seznamu ČNB, pokud předtím došlo k výmazu. Pokud by totiž správce jako právnická osoba pokračoval v činnosti správy majetku podle § 15 odst. 1 ZISIF bez splnění podmínky zápisu v seznamu, vystavoval by se riziku soudního zrušení.²⁴⁸

3.10 Vynětí z působnosti zákona

Ne vždy naplnění všech výše popsanych znaků zakládá povinnost registrace v seznamu ČNB či získání příslušného povolení. ZISIF pro několik kategorií subjektů upravuje výjimku, v rámci které jejich činnost nespadá pod působnost tohoto zákona. U těchto případů zákon nepovažuje za vhodné, aby spadaly pod některý ze zvláštních režimů kolektivní správy majetku, které ZISIF upravuje, zákon tedy v jejich činnosti nespaturuje riziko ohrožení cílů zákona.

Negativní vymezení působnosti ZISIF, na které se tato podkapitola zaměřuje, nalezneme v jeho úvodní části, konkrétně v ustanoveních § 2 až § 4. Tato ustanovení obsahují několik kategorií výjimek, které v následujících řádcích stručně představím.

První kategorii tvoří subjekty shromažďující peněžní prostředky či penězi ocenitelné věci, kdy hlavním účelem tohoto shromažďování majetku je financování vlastní výroby, výzkumu či poskytování vlastních služeb, jiných než finančních.²⁴⁹ Do této kategorie spadají dva typy subjektů. V první řadě jde o subjekty vyvíjející běžné podnikatelské aktivity, což je typicky představováno běžnými živnostmi nebo obchodními korporacemi. Dále jde o entity, ať už

²⁴⁸ § 15 odst. 3 ZISIF.

²⁴⁹ § 2 písm. a) ZISIF.

s právní subjektivitou či nikoliv, kdy prováděné investice jsou spotřebovány samotnými členy takového uzavřeného uskupení (z angl. *self-used investments*). Majetek pro financování investic poskytují investoři z vlastních zdrojů a na základě vlastního rozhodnutí o konkrétní investici. Podstatou tedy je, že k oslovování veřejnosti nebo jiných investorů za účelem poskytnutí dalších investic, mimo okruh této entity, žádným způsobem nedochází.²⁵⁰

Druhou kategorií subjektů vyňatých z působnosti zákona jsou právnické osoby, které shromažďují a investují majetek za účelem dlouhodobého rozvoje těch osob, ve kterých mají tyto právnické osoby účast.²⁵¹ Účastí zákon chápe podíl na základním kapitálu či hlasovacích právech ve vztahu k daným právnickým osobám. Šovar uvádí, že „*účast musí dávat sílu k prosazení celkové rozvojové koncepce odpovídající strategii určenou pro skupinu. S tím obvykle souvisí existence převodů zisků v rámci skupiny se záměrem rozvoj "slabších" členů skupiny podpořit.*“²⁵² Tato výjimka však nemůže krýt případy dočasného charakteru, kdy případná akvizice odpovídající cíli rozvoje je činěna primárně za účelem jejího dalšího zcizení. To však může být v praxi obtížné prokázat. K podmínce dlouhodobého rozvoje je ještě zapotřebí splnění podmínky, aby buď účastnické cenné papíry takové řídicí osoby byly přijaty na evropském regulovaném trhu, nebo to, že tvorba zisku pomocí zcizování účasti v kontrolovaných osobách nebyla hlavním cílem.

Třetí kategorií jsou subjekty vykonávající sekuritizaci.²⁵³ Nezáleží, zda mají právní subjektivitu či nemají, jejich jediným účelem je pouhé provádění sekuritizace, tedy proces materializace pohledávky do cenného papíru nebo zaknihovaného cenného papíru, nikoliv realizace investičních služeb.²⁵⁴

Dále § 2a ZISIF upravuje zvláštní případy vlastní správy majetku. Prvním z nich jsou tzv. „*family office vehicles*“, které shromažďují a spravují majetek úzkého okruhu osob v rámci jedné rodiny, aniž by získávaly kapitál z vnějších zdrojů. Zpravidla se jedná o subjekt individuálně spravující majetek vysoce movitých fyzických osob, kdy je správa majetku upravena na míru jejich potřebám, a to s ohledem zejména na mezigenerační časový horizont, na charitativní využití tohoto majetku či jeho daňové aspekty.²⁵⁵ Druhým případem je správa majetku a jeho společné investování v rámci koncernu. U těchto dvou subjektů dává zákon na

²⁵⁰ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 10.

²⁵¹ § 2 písm. b) ZISIF.

²⁵² ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 11.

²⁵³ § 2 písm. c) ZISIF.

²⁵⁴ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 11.

²⁵⁵ Vymezení pojmu *family office* podle serveru Investopedia.com [online]. [cit. 2023-03-11]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/f/family-offices.asp>.

zvážení, zda svou činnost budou vykonávat v rámci § 15 odst. 1 ZISIF, či nikoliv.²⁵⁶ U subjektů typu *family office* se domnívám, že by tento krok dával smysl, pokud by docházelo ke spravování majetku více rodinám.

Poslední kategorii výjimek tvoří subjekty, jejichž činnost je upravena buď odlišnou regulací, nebo se na ně nevztáhne působnost zákona z hlediska místní působnosti. V první případě se jedná o subjekty věnující se činnosti vykonávané v rámci penzijní, pojišťovací činnosti nebo činnosti týkající se sociálního zabezpečení.²⁵⁷ V druhém případě se jedná o obhospodařovatele či administrátory zahraničního fondu, kteří nemají sídlo v České republice, neobhospodařují či neadministrují zde investiční fond a nenabízí zde investice do svého zařízení.²⁵⁸ Zákodárce tak staví najisto, že v případech, kdy činnost nemá žádný vztah k území České republiky, do působnosti ZISIF nespadá.²⁵⁹ Navzdory pojmu investiční fond mám za to, že za pomoci argumentu *a maiori ad minus* se jedná také o obdobná zařízení podle čl. 3 odst. 2 AIFMD, tedy o subjekty, které tuzemská právní úprava přejímá do § 15 odst. 1 ZISIF.

Lze tak uzavřít, že vynětí zákonného režimu se vztahuje vždy na určitý okruh působnosti, ať už je tvořen osobami (*family office vehicle* či koncerny), specifickou povahou činnosti (výrobní, vývojová a sekuritizační výjimka), odlišnou sektorovou regulací činnosti (penzijní a pojišťovací činnost či sociální zabezpečení) anebo absencí vztahu správce a jeho činnosti k České republice.²⁶⁰ Těmito výjimkami se dosahuje volného režimu pro subjekty, které svou činností cíle zákona nijak neohrožují, jinak řečeno činnost osob spadajících do těchto výjimek nebude nikdy naplňovat klíčové znaky například činnosti investičních fondů, tedy osob, které ZISIF reguluje.

3.11 Další povinnosti správce minifondu

V této podkapitole se věnuji dalším povinnostem, které správcům minifondů vyplývají jak ze ZISIF, tak dalších zákonů a evropské legislativy. V případě požadavků podle ZISIF půjde především o regulaci cílenou na zamezení záměny minifondů a subjektů s povolením ČNB z pohledu investora. V oblasti dalších zákonů jde zejména o dodržování opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu. Evropská legislativa přináší dvě nařízení věnovaná zaprvé oblasti sdělování klíčových informací ohledně určitých investičních produktů

²⁵⁶ § 2a poslední věta ZISIF.

²⁵⁷ § 3 ZISIF.

²⁵⁸ § 4 ZISIF.

²⁵⁹ Důvodová zpráva k ZISIF, s. 80.

²⁶⁰ HOBZA. Pozn. 3.

(dále jen „*PRIPs*“)²⁶¹ a dále oblasti zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (dále jen „*SFDR*“).²⁶² Zejména poslední tři zmíněné povinnosti vycházejí z velmi komplexních oblastí, kterým by slušelo zasvěcení v podobě samostatných vědeckých prací. Proto s ohledem na jejich rozsah a komplikovanost shrnuji povinnosti vyplývající správcům minifondů z těchto oblastí pouze přehledově. U uvedených případů se jedná o výjimku z pravidla, že ČNB nad činností minifondů nevykonává dohled, stejně jako je tomu u dodržování povinnosti zápisu do veřejného seznamu a pravidelné informační povinnosti.

3.11.1 Povinnosti týkající se označení a informace o podléhání dohledu

ZISIF zavádí pro správce minifondů několik zákazů a povinností, které zaručují definitivní formální odlišení od regulovaných subjektů vykonávajících činnost s povolením. Tato ustanovení mají za cíl nejen předcházet nebezpečí vyvolání záměny, ale také chránit investory před dojmem, že na činnost správce spravující jejich majetek dohlíží ČNB. Za porušení těchto norem zákon umožňuje uložení přísných sankcí.²⁶³

V prvním případě se minifond nesmí ve své firmě či názvu používat označení „investiční společnost“, „investiční fond“, „fond kolektivního investování“ či jiný název označující subjekty s příslušným veřejnoprávním povolením.²⁶⁴ Tato úprava zaručuje zvláštní ochranu subjektů vykonávajících činnost v rámci povolení ČNB a má za cíl zabránit nebezpečí záměny minifondů s těmito subjekty. Zákaz se vztahuje nejen na přesné označení, ale také na pojmy, které by mohly být zavádějící či klamavé. Podle odborné literatury se jedná pouze o konkretizaci obecnějšího požadavku stanoveného OZ, podle kterého obchodní firma nebo název právnické osoby nesmějí být klamavé.²⁶⁵ Na ustanovení OZ je také poukazováno ve vztahu k překladu názvů do cizího jazyka, neboť na ty se ZISIF, na rozdíl například o zákona o bankách, nevztahuje.

V druhém případě se jedná o ustanovení věnované výhradně správě podle § 15 odst. 1 ZISIF.²⁶⁶ Toto ustanovení ukládá správcům dvojí, negativní a pozitivní příkaz. V případě negativního

²⁶¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou.

²⁶² Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb.

²⁶³ Jedná se o pokuty až 150 000 000 Kč, respektive 300 000 000 Kč a více, a to podle § 614 odst. 1 a 6 ZISIF a dále také § 616 odst. 4 a 6 ZISIF.

²⁶⁴ § 634 a § 636 ZISIF.

²⁶⁵ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, § 634.

²⁶⁶ § 637 ZISIF.

příkazu zákon zakazuje, aby při své činnosti uváděli údaj jakkoli vedoucí k závěru, že ČNB nad tímto správcem vykonává dohled. Jedná se o ustanovení, která, byť jsou sama o sobě pravdivá, mohou působit zavádějícím dojmem. Takovým sdělením může být jinak pravdivá argumentace, že se jedná o společnost, která je zapsána na seznamu ČNB provádějící dohled nad finančním trhem.²⁶⁷ V případě pozitivního příkazu je správce povinen na všech objednávkách, obchodních dopisech, fakturách, smlouvách a na svých internetových stránkách uvádět prohlášení, že správce nepodléhá dohledu ČNB. Ustanovení tak reaguje na potřebu chránit investory před dojmem, že je správce regulován. Z toho lze usoudit, že zákonodárce předpokládá, že průměrný investor nemusí znát úpravu ZISIF a nemusí tak vědět, že například zápis do seznamu ČNB nezakládá existenci dohledu.

3.11.2 Povinnosti vyplývající z opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu

Správce minifondu jako právnická osoba je od začátku roku 2021 povinnou osobou podle zákona č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu (dále jen „*AMLZ*“).²⁶⁸ Zákon zejména požaduje po povinné osobě zavést jednak systém vyhodnocování rizik legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, které mohou v souvislosti s činností dotčené právnické osoby nastat a dále také zavedení a uplatňování systému vnitřních zásad, který obnáší mechanismy a strategie pro identifikaci podezřelých osob a transakcí. Osoba je povinna popsaný systém vnitřních zásad sdílet s ČNB, a to do 60 dnů od jejího vzniku.²⁶⁹ Jedná se o výjimku z působnosti Finančního analytického úřadu, který působí jako dozorčí úřad pro správní dozor nad osobami, nad kterými nevykonává ČNB dohled.²⁷⁰ Úřad může v případě nesplnění popsaných povinností udělit správcovské společnosti pokutu až do výše 5 000 000 Kč.²⁷¹

3.11.3 Povinnost sdílet klíčové informace týkající se určitých investičních produktů

Specifickou povinností kladenou ze strany evropské legislativy, mimo jiné na správce minifondů, je povinnost sdílet klíčové informace, které se týkají určitých investičních produktů, podle nařízení PRIIPs. Toto nařízení stanoví správcům zvláštní informační povinnost vůči investorům, pokud nabízejí produkty s investiční složkou. Těmi se rozumí investice „u níž bez

²⁶⁷ ŠOVAR, a kol. Pozn. 6, s. 1443.

²⁶⁸ Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Pozn. 95.

²⁶⁹ § 21 odst. 2 ve spojení s odst. 8 AMLZ.

²⁷⁰ § 35 odst. 1 AMLZ.

²⁷¹ § 48 odst. 8 AMLZ.

ohledu na právní formu investice podléhá částka, která má být retailovému investorovi vyplacena, výkyvům v důsledku expozice vůči referenčním hodnotám nebo výkonnosti jednoho nebo více aktiv, která retailový investor přímo nezakoupil“.²⁷² Tyto nástroje lze chápat jako standardní investice, avšak s možností kombinace s více aktivy či specificitou ve vyplácení výnosů z těchto aktiv.²⁷³

Specifičností tohoto nařízení je pojem retailový investor, pod který totiž budou spadat také kvalifikovaní investoři podle ZISIF, pokud nejsou zároveň profesionálními zákazníky podle ZPKT.²⁷⁴ Z tohoto důvodu se působnost tohoto nařízení vztáhne na většinu správců minifondů, kterým nařízení ukládá povinnost ještě před nabízením investic předkládat investorům tzv. sdělení klíčových informací (z angl. *Key investment document*). Tento dokument má charakter předmluvních informací, tedy poskytuje se ještě před uzavřením jakéhokoliv smlouvy a předkládá se na samostatném dokumentu. Jeho obsah tvoří hlavně charakteristika investičních produktů, investiční horizont a rizika spojená s podstupovanou investicí. PRIIPs stanoví rozsáhlé požadavky na formální a obsahové náležitosti tohoto dokumentu. Mimo předložení každému investorovi zvlášť je správce povinen toto sdělení zveřejnit také na svých internetových stránkách.²⁷⁵

3.11.4 Povinnost zveřejňovat informace související s udržitelností investic

Nařízení SFDR, které se vztahuje také na okruh subjektů podle AIFMD, tedy taktéž správce minifondů, obsahuje požadavek na zohledňování některých faktorů udržitelnosti při svém investičním rozhodování. Do těchto faktorů řadí nařízení vlastnosti environmentální, sociální a také vlastnosti v oblasti řízení a správy společnosti investic a jejich dopady. Obecně jsou správci povinni zveřejnit a průběžně aktualizovat informace o svých politikách začleňování rizik týkajících se udržitelnosti do procesů jejich investičního rozhodování.²⁷⁶

Pokud správce udržitelné investice nabízí, nařízení požaduje, aby na svém webu umístil zejména popis environmentálních a sociálních vlastností a cílů udržitelných investic. Správce by měl dále zveřejnit také popis metodiky, kterou použil k posouzení těchto vlastností.²⁷⁷ V případě, kdy správce nepříznivé dopady svých investičních rozhodnutí na faktory

²⁷² Čl. 4 odst. 1 PRIIPs.

²⁷³ Definice strukturovaného investičního produktu na Investopedia.com [online]. [cit. 2023-03-17]. Dostupné z www.investopedia.com/terms/s/structured_investment_products.asp.

²⁷⁴ Čl. 4 odst. 6 PRIIPs.

²⁷⁵ Čl. 5 odst. 1 PRIIPs.

²⁷⁶ Čl. 3 odst. 1 SFDR.

²⁷⁷ Čl. 10 SFDR.

udržitelnosti nezohledňuje, je přesto povinen na svých webových stránkách uvést jasné důvody, proč tak nečiní, případně také informaci, zda někdy v budoucnu tak hodlá činit. Uplatňuje se tak zde přístup „*comply or explain*“, kdy povinný subjekt musí požadavky splnit, anebo zveřejnit vysvětlení, proč je neplní.²⁷⁸

²⁷⁸ Čl. 4 SFDR.

4 Zmapování činnosti minifondů v ČR

Protože Česká národní banka jakožto dohledový orgán tuzemského kapitálového trhu mnoha informacemi o fungování minifondů nedisponuje, rozhodl jsem se, že jednotlivé správcovské společnosti oslovím a informace o jejich činnosti se pokusím získat sám. Sestavil jsem dotazník skládající se ze skupiny otázek, které mají za cíl zjistit motivaci využívání režimu podle § 15 ZISIF, výši vstupních a provozních nákladů, velikost personálního aparátu obsluhujícího konkrétní minifond, přibližnou charakteristiku investorů, objem spravovaného majetku, výnosy a výnosové cíle, do čeho minifondy investují, způsob vymezení vztahu mezi správcem a investory, a nakonec nastavení odměny správce. Dotazník obsahuje také otázku, zda správci shledávají při své činnosti nějaké právní či administrativní překážky, které jim jejich podnikání nepřiměřeně omezuje.

Následně na základě rozboru právní úpravy provedené v předchozích kapitolách a vyhodnocení odpovědí získaných z tohoto dotazníku vytvářím hodnocení a také návrh několika změn *de lege ferenda*, kterými by se dalo na současné nedostatky z mého pohledu vhodně reagovat.

4.1 Vyhodnocení odpovědí poskytnutých od správců minifondů

Z celkového počtu 380²⁷⁹ zapsaných subjektů jsem podle volně dostupných údajů získal kontakt na 154 z nich. Všechny takto shromážděné kontakty jsem se svým dotazníkem oslovil. Z celkového počtu oslovených subjektů jsem do dne odevzdání práce získal odpověď od 28 subjektů, z toho 20 z nich mi vyhovělo a odpovědi mi poskytlo. A to buď formou osobního rozhovoru, nebo zasláním odpovědí na otázky položené v dotazníku. Mohu pouze spekulovat, z jakého důvodu mi tak velké množství subjektů neodpovědělo, ať už šlo o zaneprázdněnost správců, nezájem poskytnout data z důvodu ochrany svých investorů nebo porušování některých ustanovení zákona, ke kterému by se touto cestou nechtěli přiznat. Data jsem sbíral v období od 21. 10. 2022 do 28. 2. 2023. V této podkapitole představuji a hodnotím data, která mi poskytlo dvacet správců.

Pro úplnost uvádím, že celkového počtu 381 zapsaných subjektů mělo 192 zřízeno webové stránky. Z celkového počtu subjektů aktuálně vedených v příslušném seznamu bylo k poslednímu dni roku

- 2022 registrováno 383 subjektů (12 % meziroční nárůst),

²⁷⁹ Stav ke dni 17. 11. 2022, kdy jsem uzavíral svou databázi kontaktů.

- 2021 registrováno 342 subjektů (44 % meziroční nárůst),
- 2020 registrováno 238 subjektů (58 % meziroční nárůst),
- 2019 registrováno 151 subjektů (89 % meziroční nárůst),
- 2018 registrováno 80 subjektů (82 % meziroční nárůst),
- 2017 registrováno 44 subjektů.

Z hlediska trhu nejvyšší procentuální meziroční nárůst s hodnotou 82 % nastal v období předpandemickém, tedy mezi lety 2018 a 2019, kdežto v posledním roce v rámci šestiletého srovnání jde o nárůst nejnižší. Podstatnějším závěrem je ale celkový meziroční přírůstek subjektů, kde je patrná dominance období během pandemie Covid-19, kdy mezi rokem 2020 a 2021 bylo zapsáno 104 nových správců. Období posledních dvou srovnaných let také vykazuje nejnižší nárůst počtu subjektů, kdy mezi lety 2021 a 2022 přibýlo „pouhých“ 41 správců. Nemyslím si však, že by to znamenalo úpadek zájmu o využívání tohoto způsobu kolektivní správy majetku, domnívám se, že významným důvodem je pravděpodobně ukončení období všeobecného hospodářského růstu způsobené projevem dopadů pandemie a zahájením ruské agrese na Ukrajině.

Z pohledu právní formy právnické osoby mělo z celkového počtu subjektů

- 314 subjektů právní formu společnosti s ručením omezeným,
- 53 subjektů formu akciové společnosti,
- jeden subjekt formu komanditní společnosti na investiční listy,
- 11 subjektů formu evropské společnosti a
- jeden subjekt formu spolku.

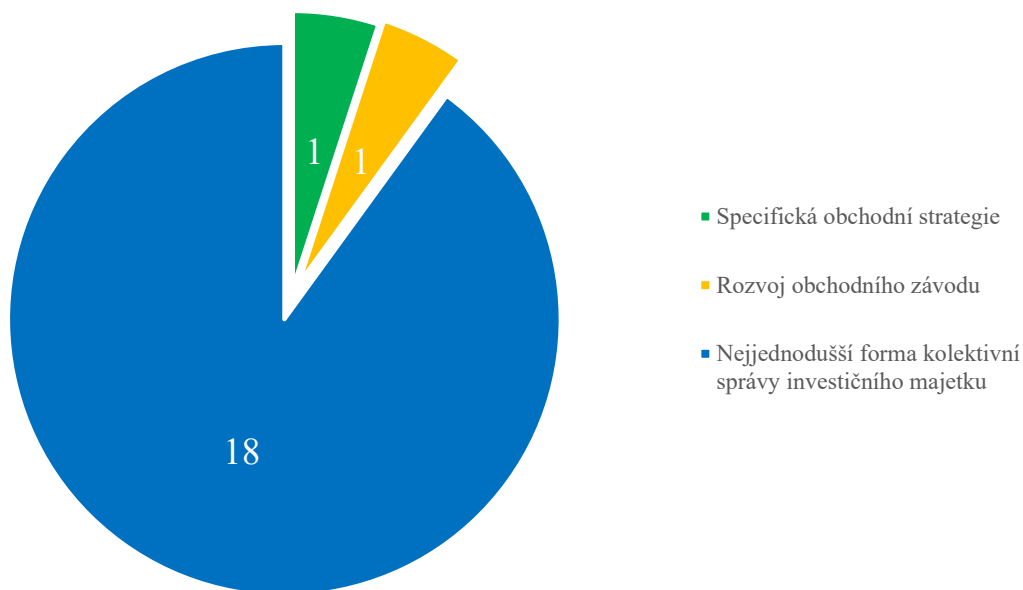
1. Z jakého důvodu jste se rozhodli pro kolektivní investování formou podle § 15 ZISIF?

Otázka směřuje na zjištění motivace, z jakého důvodu správci volili tuto formu kolektivního investování. Správci se ve svých odpovědích shodovali, všechny jejich odpovědi obsahovaly důvod nejlevnější a nejjednodušší formy kolektivní správy investičního majetku. Osmnáct z nich uvedlo tento důvod jako primární. Mezi uvedenými důvody rezonovala také nízká byrokratická zátěž. Šest z těchto správců se svěřilo, že začínali správou svého osobního investičního majetku a na základě úspěšných výsledků se rozhodli přibrat pod svou správu investiční prostředky svých známých či rodiny. Dva správci uvedli, že vyvinuli algoritmus či

vlastní originální strategii pro obchodování na finančním trhu, a potřebovali co nejrychleji a s co nejnižšími náklady založit vyhovující subjekt.

U dvou správců však toto překvapivě nebylo hlavním důvodem. V jednom případě byl důvodem založení rozvoj obchodního závodu. V druhém případě byla důvodem založení velmi specifická obchodní strategie, která byla podle slov správce realizovatelná pouze v této formě.

Důvod výběru institutu správy podle § 15 ZISIF

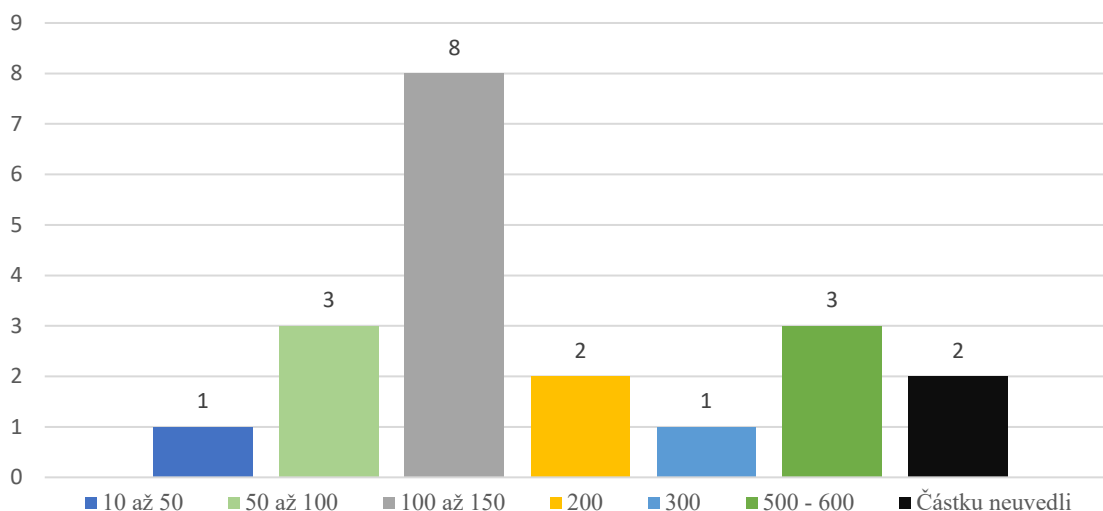


2. Jaké byly vstupní náklady pro vznik vašeho fondu?

Odpovědi zcela jednoduše poskytují představu, kolik zřízení minifondu stojí. Dotaz směřuje na náklady všeho druhu, tedy jak právní, administrativní, tak ekonomicko – analytické či jiné. Odchylku ve zjištěných datech shledávám v tom, že někteří správci do nákladů zahrnují i svou (několika) měsíční odměnu, jiní nikoliv.

Jeden správce uvedl vstupní náklady ve výši 10 000 Kč. Tři správci uvedli částku v rozmezí 50 000 až 100 000 Kč. Nejpočetnější skupinu tvoří osm odpovědí s rozmezím 100 000 až 150 000 Kč. Kategorii nákladů ve výši cca 200 000 Kč zastupují odpovědi dvou správců, 300 000 Kč jeden správce a odpovědi uzavírají tři správci s odpovědí 500 000 až 600 tisíc Kč. Dva správci výši počátečních nákladů neuvedli. Správci uváděli, že z nákladů bylo hrazeno zejména právní poradenství, tvorba smluvní dokumentace, zakoupení či vývoj IT systémů nebo odměny zaměstnanců a dalších zúčastněných osob.

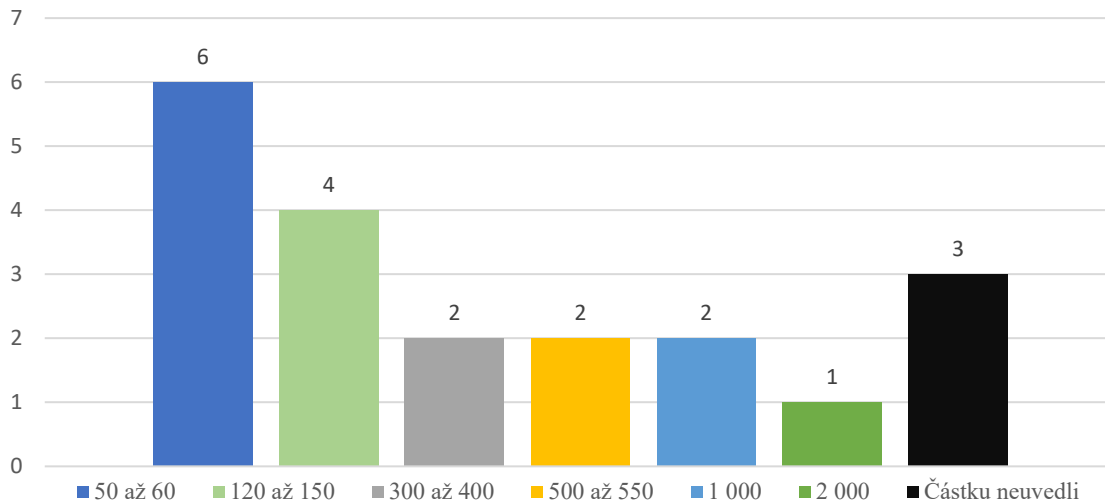
Náklady na vznik minifondu - počty subjektů podle výše nákladů (v tis. Kč)



3. Jaké jsou roční náklady na provoz vašeho fondu?

Otázka navazuje na otázku předchozí a společně mají vykreslit, kolik stojí zřízení a provoz minifondu. Největší část odpovědí tvořila částka 50 až 60 000 Kč, a to u šesti správců. U čtyřech správců se jedná o roční náklady ve výši 120 až 150 000 Kč, u dvou správců 300 až 400 000 Kč. U dalších dvou správců jde o náklady v řádech 500 až 550 000 Kč. Konečně dva správci uvedli roční náklady cca 1 000 000 Kč a jeden správce cca 2 000 000 Kč. Tři správci odpověď neuvedli.

Roční náklady na provoz minifondu - počty subjektů podle výše nákladů (v tis. Kč)

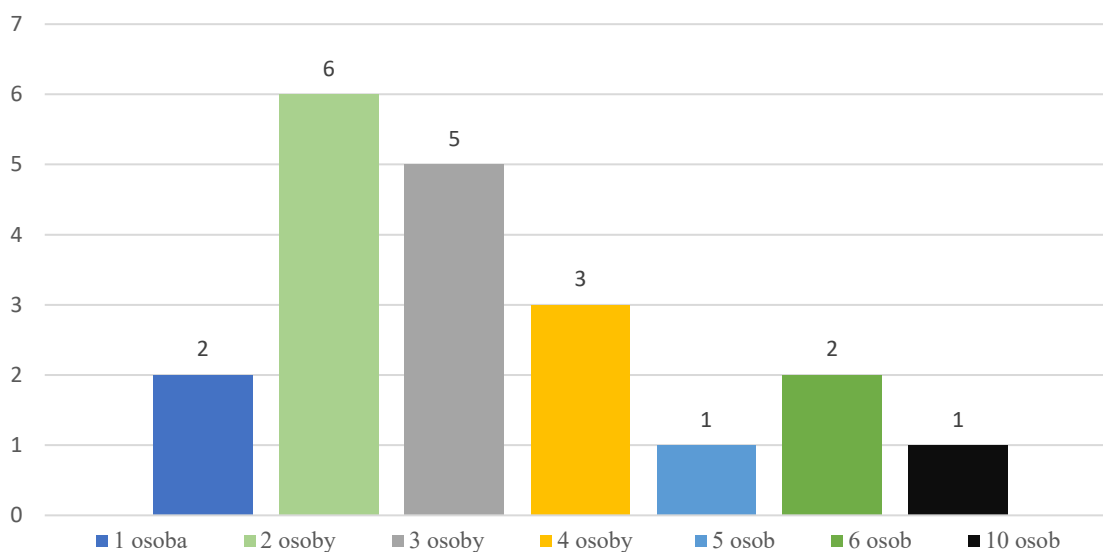


4. Kolik osob se podílí na správě vašeho fondu? (počet osob/zaměstnanců pracujících ve vaší společnosti s náplní práce věnující se správě majetku)

Touto otázkou se snažím zjistit, jak široký personální aparát za minifondy stojí. Odpověď by měla zahrnout nejen počet jednatelů správcovské společnosti a jejich zaměstnanců, ale také osob působících externě ve prospěch činnosti správce. Odchytkou shledávám v tom, že někteří správci specifikovali všechny zúčastněné osoby, někteří zase uvedli jen konkrétní počet bez bližšího komentáře. Pro upřesnění uvádím, že za osobu považuji v souvislosti s touto otázkou osobu fyzickou.

Na základě obdržených odpovědí u dvou správců za denní chod záležitostí minifondu odpovídá jen jedna osoba. V případě šesti správců jsou do procesu zapojeny dvě osoby. V případě pěti správců působí tři osoby, v případě tří správců čtyři osoby a u jednoho správce pět osob. U dvou správců působí šest osob a konečně jeden správce uvedl, že u něj působí deset osob. Dodávám, že dva správci svou odpověď specifikovali, kdy jeden uvedl, že pro jeho služby má k dispozici třináct osob na částečný úvazek a druhý správce odpověděl, že pro něj působí patnáct externích prodejců.

Počty minifondů podle počtu zúčastněných osob



5. Jsou nějaké právní/administrativní překážky, se kterými během svého podnikání bojujete? Pokud ano, které?

Protože u minifondů jde z hlediska právní úpravy o nejjednodušší a nejbenevolentnější podnikatelskou formu kolektivního investování, zajímalo mne, zda existují překážky, se kterými správci musí bojovat a které jim přijdou jako natolik závažné, že jim znesnadňují výkon správcovské činnosti. Otevřel jsem tak prostor pro stížnosti nebo připomínky k překážkám, které z jejich pohledu považují za neopodstatněné. Uvádím přehled připomínek třinácti správců, kteří je prostřednictvím mého dotazníku uplatnili.

- Nemožnost podávat ČNB výkazy jinak, než přes zařízení s operačním systémem Windows a prostřednictvím jednoho konkrétního internetového prohlížeče,
- komplikovaný proces při plnění informační povinnosti,
- v rámci zahraničního srovnání komplikovaný proces zakládání obchodní společnosti,
- nedostatečná regulace vyvolávající nedůvěru zahraničních finančních institucí (tato připomínka byla z konkrétních připomínek nejčastější),
- boj se zákonným pojetím veřejné nabídky a jejím dopadem na marketingové a prezentační materiály,
- absence institutu, který by nabízel regulatorně přívětivější přechod mezi režimem minifondu a režimem fondu kvalifikovaných investorů,
- nízký počet investorů nespádajících do kategorie těch kvalifikovaných,
- přehnaně přísné AML povinnosti,

- názor, že dohled nad oblastí nejen minifondů by měla vykonávat instituce nezávislá na ČNB,
- názor, že by mělo být pečlivěji dohlíženo na oddělení majetku společnosti a majetku shromážděného od investorů,
- poměrně složitě a nesrozumitelně psaný ZISIF.

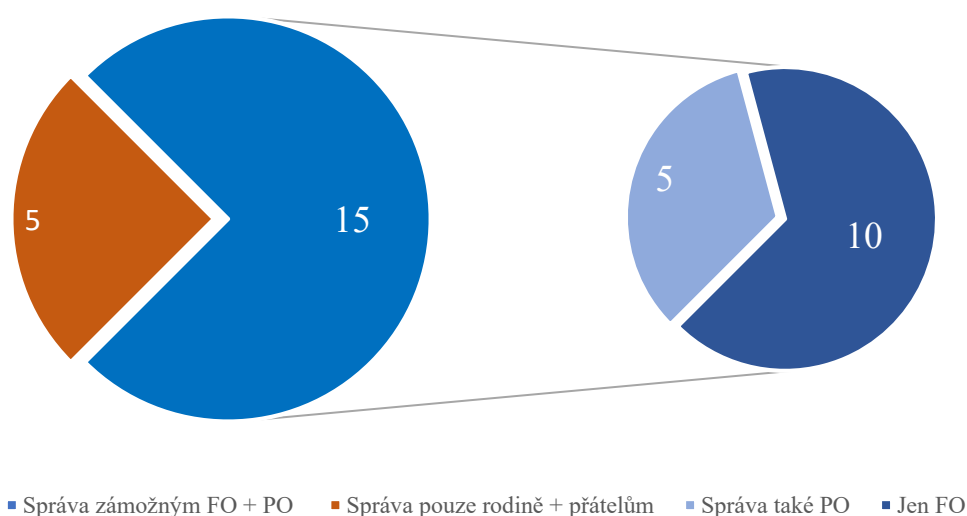
Pro úplnost uvádím, že sedm správců mi sdělilo, že žádné administrativní či právní překážky při své činnosti neshledává.

6. Kdo jsou vaši klienti? Spravujete majetek i retailovým investorům? (které druhy společností, v čem podnikající/rodina/retail)

Touto otázkou si kladu za cíl přiblížit, kdo jsou investoři do minifondů, tedy zda spíše majitelé prosperujících společností jako fyzické osoby, nebo samotné společnosti jako osoby právnické. V druhé řadě mne zajímá, zda správce obhospodařuje majetek také drobným investorům, či rodině.

Z dvaceti správců pět z nich odpovědělo, že spravují majetek pouze členům rodiny nebo přátelům, jeden z těchto správců spravuje majetek pouze drobným investorům. Zbývajících patnáct správců uvedlo, že spravuje majetek zámožným osobám splňujícím požadavky kvalifikovaného investora. Pět z těchto správců uvedlo, že mají ve správě také majetek právnických osob. Jeden správce uvedl, že spravuje majetek také municipalitám, jeden správce zase spravuje také majetek několika náboženských společností.

Počet minifondů podle struktury investorů

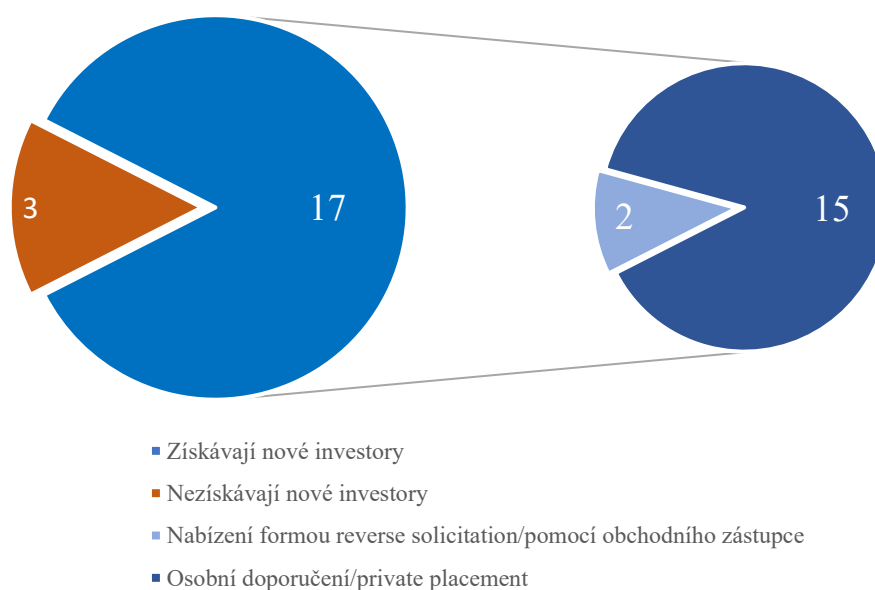


7. Získáváte nové klienty? Pokud ano, jakým způsobem? (způsob komunikace, reklama, internetové stránky)

Přiznávám, že tato otázka ambiciózně cílí na možné přiznání správce o tom, že užil či užívá k propagaci svých služeb reklamu, anebo jiný způsob modifikované veřejné nabídky, ačkoli takový postup správcům minifondů zákon výslovně zapovídá.

Drtivá většina správců můj úmysl odhalila a proti praktikám odporujícím zákonu se vymezila. Tři správci odpověděli, že nové klienty nezískávají. Jeden správce při získávání investorů využívá služeb obchodních zástupců. Jeden správce přiznává akvizici nových klientů pouze na základě tzv. *reverse solicitation*, tedy způsobem, kdy investor vyhledá sám jeho minifond a osloví jeho správce s žádostí o správu majetku. Zbývajících patnáct odpovědělo, že nové investory získávají nabízením investic formou *private placement*, která jediná je v mezích ZISIF u nabízení investic do minifondů přípustná, či na základě osobního doporučení. Jeden z těchto investorů připustil, že k získávání nových investorů využívá také sociální síť LinkedIn.

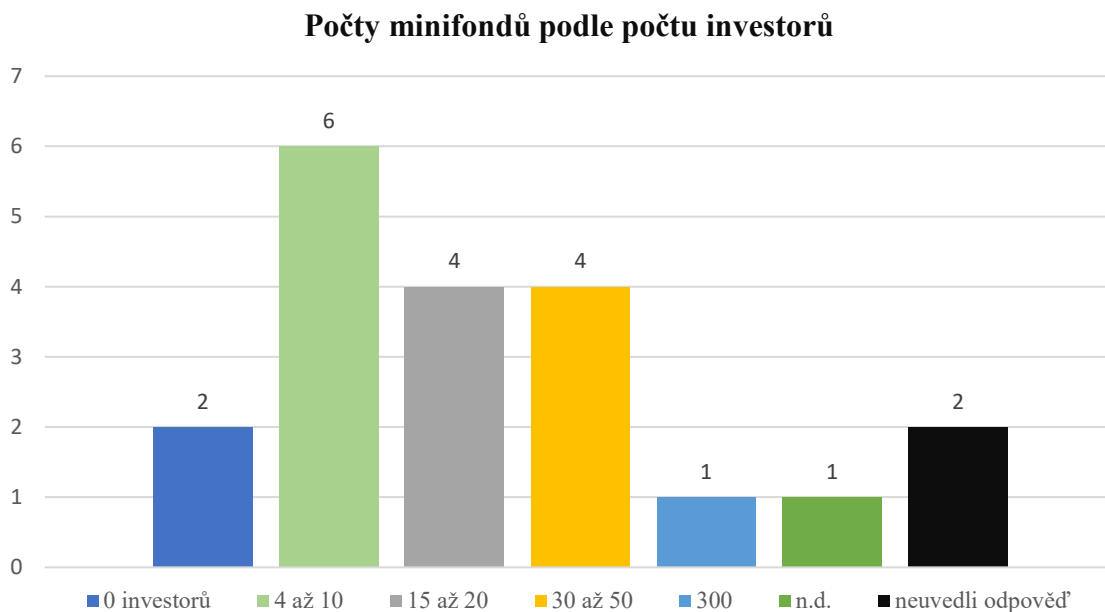
Počet minifondů podle toho, zda a jak získávají nové investory



8. Kolika subjektům spravujete majetek?

Odpověď poskytuje představu, jak rozsáhlá je základna investorů daného minifondu. Zde musím uvést, že správci poskytovali často nejasné odpovědi. Proto následující statistika bude mírně zkreslená, neboť odpovědi typu „deset až dvacet“ vyhodnocuji průměrem a odpovědi „do třiceti“ vyhodnocuji jako koncové číslo, v tomto případě tedy patnáct u prvního příkladu a třicet

u druhého. V jediném případě byla poskytnuta natolik nejasná odpověď, že jsem ji do statistiky nezpracoval, šlo o odpověď „několik desítek“ (v grafu označena jako „n.d.“). Subjekty prozatím nespravující žádný majetek byli dva.



9. Jak rozsáhlý majetek celkem jste spravovali na počátku svého vzniku? Jak rozsáhlý majetek spravujete v tuto chvíli?

První otázka má za ambici zjistit, jaká byla zakládací pozice konkrétního minifondu. Druhou otázku však považuji za nejdůležitější otázku celého výzkumu. Poskytuje nám totiž konkrétní představu, jak velký majetek je v rámci minifondů spravován a o jak velkou část ekonomiky se ze systémového pohledu jedná. V tabulce uvádím přehled zjištěných hodnot u osmnácti subjektů (označuji je písmeny A až R), které řadím abecedně sestupně podle rozdílu objemu majetku, se kterým zahajovali činnost a objemu momentálně spravovaného majetku. Celková hodnota spravovaného majetku osmnácti spolupracujících minifondů tvoří cca 2,5 miliardy Kč. Dva správci odpovědi neposkytli.

Objem majetku ve správě jednotlivých minifondů

	Majetek cca na počátku	Majetek cca nyní		Majetek cca na počátku	Majetek cca nyní
A	25 000 000 Kč	1 400 000 000 Kč	J	0 Kč	15 000 000 Kč
B	0 Kč	300 000 000 Kč	K	11 000 000 Kč	16 000 000 Kč
C	neuveдено	175 000 000 Kč	L	500 000 Kč	10 000 000 Kč
D	neuveдено	250 000 000 Kč	M	0 Kč	4 000 000 Kč
E	0 Kč	100 000 000 Kč	N	1 000 000 Kč	5 000 000 Kč
F	1 000 000 Kč	50 000 000 Kč	O	2 000 000 Kč	5 000 000 Kč
G	5 000 000 Kč	50 000 000 Kč	P	1 000 000 Kč	2 000 000 Kč
H	0 Kč	25 000 000 Kč	Q	0 Kč	0 Kč
I	3 000 000 Kč	20 000 000 Kč	R	0 Kč	0 Kč

10. Jaký je váš průměrný roční výnos? Jaký byl váš roční výnos za poslední ukončený hospodářský rok? Jaký je váš výnosový cíl? (v procentech)

Tato souhrnná otázka je z okruhu těch ekonomických a má za cíl zjistit, jak podle správců tvrzených informací jejich minifondy prospívají a zda se jim daří naplňovat výnosové cíle.

Přes mé plné vědomí toho, že odpovědi nabývají plné relevance až v souvislosti s uvedením strategie, tedy jestli správci volí spíše konzervativní směr vedoucí k zachování hodnoty svěřeného majetku, anebo jejich investiční rozhodnutí míří na spíše rizikovější aktiva, uvádím tyto odpovědi samostatně. Důvodem je můj závazek vůči správcům, že jimi poskytnutá data nepovedou k možné identifikaci konkrétního správce. Hodnoty uvedené v tabulce tedy neslouží ke srovnání navzájem, ale spíše k utvoření celkového přehledu. Uvádím, že dva správci odpověď nevedli a dva správci dosud žádný majetek nespravovali. V tabulce jsou zachyceny výsledky a cíle osmnácti správců, které ponechávám bez rozsáhlejšího komentáře.

Hospodářské výsledky jednotlivých minifondů

	Výsledek 2021	Výsledek 2022	Cíl
A	-	-	10 – 12%
B	-	10 – 15 %	10 – 15 %
C	0	50 %	100 %
D	30 %	50 %	70 – 80 %
E	0	20 %	20 – 25 %
F	10 %	2 %	10 – 15 %
G	-	28 %	+ 30 %
H	-	2 %	5 – 7 %
I	17 %	26 %	30 – 70 %
J	-	7 %	8 %

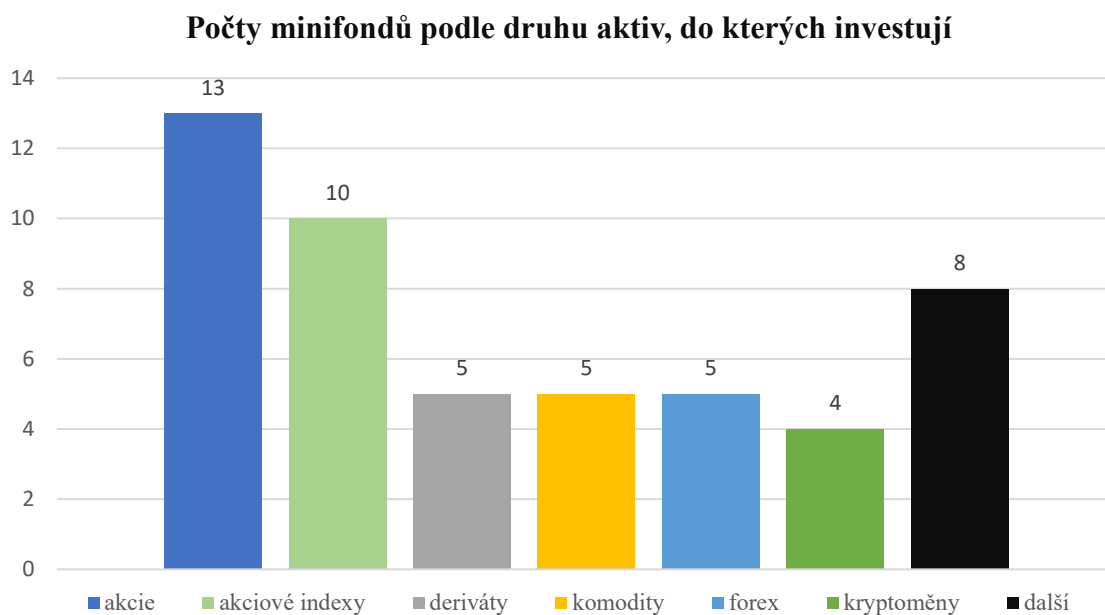
	Výsledek 2021	Výsledek 2022	Cíl
K	-	60 %	60 %
L	-	-	12 – 20 %
M	-	-	10 %
N	-	Bez odpovědi	200 %
O	-	6 - 7 %	10 %
P	-	25 %	25 %
Q	30 %	25 %	12 %
R	23 %	18 %	10 – 15 %

11. Do jakých druhů aktiv vaše společnost investuje?

Otázka se věnuje zmapování druhů aktiv, do kterých správci minifondů nejraději investují, respektive kterým oblastem aktiv správci nejvíce rozumějí či které oblasti v obecné rovině podle nich skýtají vhodné investiční příležitosti. Otázka skrývá také zvědavost, do kterých netradičních a zajímavých aktiv správci v dnešní době spravované prostředky vkládají.

Následující statistika vychází z premisy, že každý správce uvádí více druhů aktiv, do kterých investuje. Ve většině případů správci investují do několika druhů aktiv, cílem je u dotazovaného vzorku správců představit, které skupiny aktiv jsou nejvíce zastoupeny.

Třináct správců uvedlo, že investuje přímo do akcií, a to bez specifikace, zda jde o akcie veřejně obchodovaných společností, či nikoliv. Investiční rozhodnutí deseti správců koreluje s akciovými indexy. Pětice správců uvedla, že investuje do derivátů, stejně jako další pětice uvedla komodity a další pětice forex. Čtyři správci uvedli, že svěřený majetek investují do kryptoměn. Pozornost si zaslouží také poslední skupina osmi správců, která uváděla specifická aktiva, jako například nemovitosti, pohledávky, dluhopisy a směnky, podíly ve startupech anebo alternativní aktiva, jakými je například financování soudních sporů.



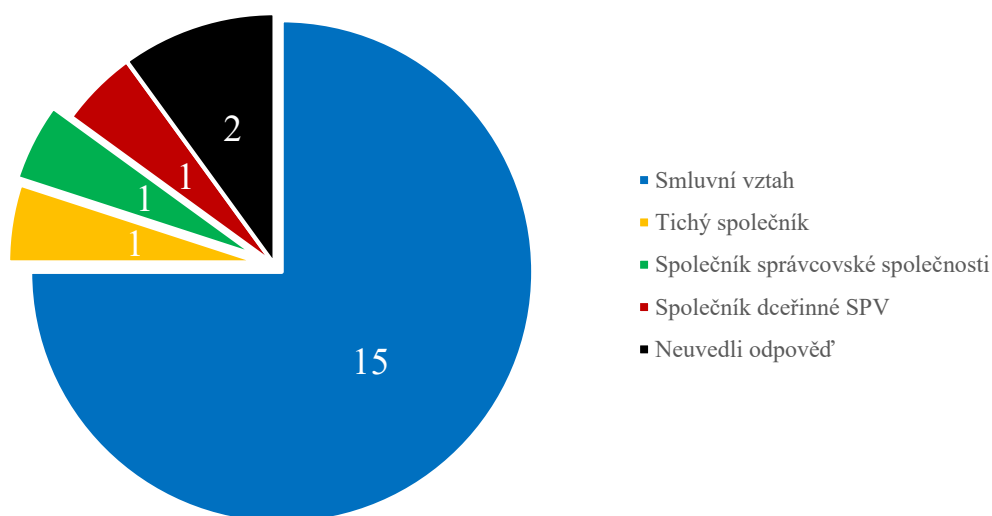
12. Jakým způsobem je vymezen vztah mezi vaší společností a investory? (investor se stává věřitelem, společníkem, má jiné postavení)

Odpovědi na tuto otázku zjišťují, zda se osoba svěřující své prostředky správci stává věřitelem, zda je investorem a správcem uzavřena smlouva o správě majetku, zda se investor stává společníkem správcovské společnosti anebo má jiné postavení.

Ve většině případů je vztah mezi investory a správcem vymezen smlouvou, jak odpovědělo patnáct správců. Jedná se o inominátní smlouvu, kterou správci nazývají „smlouva o investici“, „smlouva o správě majetku za účelem jejího investování“ anebo „smlouva o správě investice“. Skutečnost, že se názvy smlouvy opakují, přisuzují tomu, že služby minifondům poskytuje ve většině případů malý okruh advokátních kanceláří, které ve všech případech užívají obdobných postupů a názvů.

V jednom případě mají investoři postavení společníka právnické osoby jakožto správce, v dalším jednom případě tichého společníka. Nakonec jeden správce poskytuje investorům možnost stát se společníkem dceřiné SPV. Dva správci nevedli odpověď.

Způsob vymezení vztahu mezi investory a správcem



13. Jak je nastavena odměna správce za výkon správy majetku?

Otázka má za cíl zjistit, jakým způsobem profitují správci ze své činnosti, zda razí cestu pravidelných poplatků závislých na velikosti spravovaného majetku, zda je jejich odměna navázaná na ekonomický výkon (tzv. *performance fee*²⁸⁰), anebo je jejich způsob odměňování jiný. Tyto způsoby lze také kombinovat, což podle odpovědí část správců činí. Označení jednotlivých správců podle písmen A až S je náhodné a s předchozí tabulkou nesouvisí.

Tři správci odpověděli, že jejich odměna není závislá na výkonu, ale tvoří ji pouze ekvivalent objemu spravovaného majetku ročně, v prvním případě se jednalo o hodnotu 0,4 % hodnoty majetku, v jednom případě 2 % a u jednoho správce 2 % doprovázený 2 % vstupním poplatkem z celkové hodnoty. Jeden správce odpověď neposkytl.

Zbýlých sedmnáct správců uvedlo, že jejich odměna je nastavena formou *performance fee*, tři z nich bez konkrétního procentuálního určení. Ze čtrnácti správců, kteří mají odměnu navázanou na výkon a vyčíslili svoji odpověď, tři uvedli, že jejich odměna je také částečně závislá na

²⁸⁰ *Performance fee* neboli výkonnostní poplatek je platba správci fondu za generování kladných výnosů. To je rozdíl od poplatku za správu, který je účtován bez ohledu na výnosy. Výkonnostní poplatek lze určit mnoha způsoby, nejčastěji se jedná o procento z investičních zisků, často realizovaných i nerealizovaných. Podle mého názoru jde o pro nejlepší nastavení odměny, a to pro investora i správce, neboť investor má záruku, že je správce dostatečně motivován jeho majetek úspěšně zhodnocovat. V praxi zpravidla dochází ke kombinaci správcovského a výkonnostního poplatku. Představení pojmu na investopedia.com [online]. [cit. 2022-11-19]. Dostupné na <https://www.investopedia.com/terms/p/performance-fee.asp>.

objemu spravovaného majetku (tzv. *administrative fee*). Tři správci uvedli, že jejich výkonnostní odměna stojí na základě tzv. *high water mark*.²⁸¹

Nastavení druhu a výše odměny u jednotlivých minifondů

	Odměna závislá na objemu majetku	Odměna ze zisku		Odměna závislá na objemu majetku	Odměna ze zisku
A	NE	20 %	K	NE	20 %
B	NE	20 %	L	1 %	0 až 33 %
C	2 % při vstupu + 2 % p.a.	ANO	M	NE	20 %
D	NE	20 %	N	2 %	NE
E	2 %	20 % + HWM	O	2 %	NE
F	NE	40 %	P	0,4 %	NE
G	NE	50 %	Q	NE	ANO
H	NE	60 %	R	NE	ANO
I	NE	15 %	S	NE	ANO
J	NE	20 až 40 %			

14. Uvažovali jste/uvažujete o možné budoucí transformaci do režimu fondu kvalifikovaných investorů?

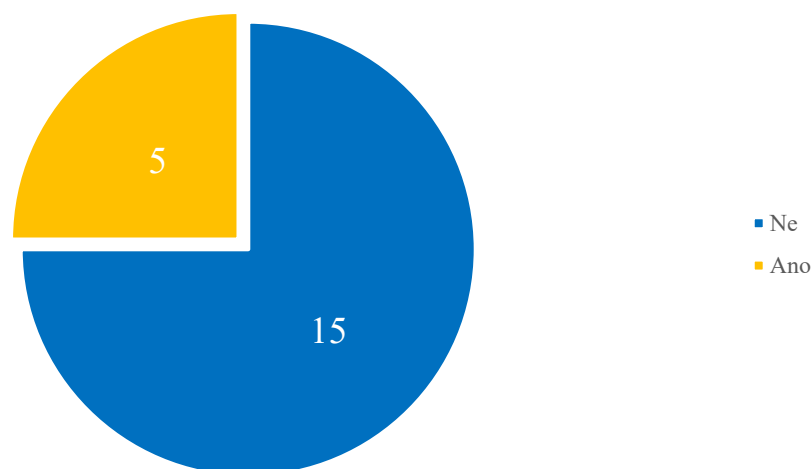
Otázka zcela jasně cílí na zjištění, pro kolik správců byl výběr zařízení pro správu podle § 15 odst. 1 ZISIF motivován budoucí konverzí na fond kvalifikovaných investorů.

Pět správců uvedlo, že realizaci formou fondu kvalifikovaných investorů zvažují, či by v případě úspěšných výsledků do několika let tento „přestup“ do vyšší investiční ligy zvážili. Zbývajících patnáct správců reagovalo, že o fondu kvalifikovaných investorů výhledově neuvažuje.

²⁸¹ Metoda *high water mark* znamená, že správce získává odměnu jen za překročení již dosažených hodnot, nikoli za každý růst hodnoty portfolia, což zaručuje, že správce není odměňován za špatné výkony. [online]. [Cit. 2023-03-20].

Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/h/highwatermark.asp>.

Počet správců, kteří uvažují o možné přeměně na fond kvalifikovaných investorů.



4.2 Hodnocení fungování minifondů v ČR

Získáním a zhodnocením prezentovaných dat mi byl poskytnut bližší vhled do fungování minifondů, jejich motivace a ekonomické síly. Na základě získaných dat a předchozí kapitoly, kde analyzuji tuzemskou právní úpravu, jsem dospěl k následujícímu hodnocení.

Minifondy jsou bezesporu nejvhodnější nástroj pro správu rodinného majetku a majetku blízkého okolí správce. Výhodnější režim pro tuto skupinu investorů žádný instrument tuzemského kolektivního investování neposkytuje. Minifondy také nabízí skvělé podmínky pro správce, kteří hodlají spravovat investice těch investorů, kteří jsou benevolentní vůči právním zárukám a pro klid svého spaní nevyžadují širší právní rámec, který by jejich investice chránil a návratnost jejich prostředků zaručoval. Protože se ale jedná institut téměř výhradně určený kvalifikovaným investorům, nevýhodou v tomto případě může být omezený rámec investorů z řad veřejnosti. Právě pro rodinné správce by ale měla být tato hranice dvaceti osob více než dostatečná.

Nízké zřizovací a provozní náklady jsou další nepochybnou výhodou. Jak bylo uvedeno výše, průměrná cena zřízení minifondu vyjde cca na 50 000 až 150 000 Kč a jeho roční náklady průměrně nedosahují 100 000 Kč. Tyto náklady mohou správci ve srovnání se standardními fondy logicky ušetřit přeneseně také investorům, i když ne vždy tak správci činí. Dále také připomínám nízké administrativní požadavky. Vyjma několika povinností, které vůči ČNB plní zpravidla na roční bázi, jsou minifondy oproštěny od významného množství mimoobchodní

zátěže. Pokud objem spravovaného majetku minifondu nepřesahuje nižší z limitů, tedy 100 000 000 Kč, správce se vyhne povinnosti složitějšího reportingu. Provoz minifondu také nevyžaduje rozsáhlejší aparát. Průměrně minifond spravují dvě až čtyři osoby v rámci plného zaměření, dalších několik se podílí v rámci částečného úvazku či externích služeb. Záležitosti minifondu však může obstarávat i jediná osoba, což je u standardních fondů nemyslitelné.

Shrnu zde ale také připomínky vyplývající rovněž z hodnocení právní úpravy, které jsem se věnoval předešlé kapitole. Výhrad k aktuálně účinné úpravě by se našlo zajisté mnoho, budu se však věnovat pouze těm z mého pohledu nejvýznamnějším

Jednoznačné změny by měl zákon dostát v důsledcích řádného neplnění informační povinnosti. Jedná se o jednu z mála oblastí, ve kterých ČNB nad správcem vykonává dohled. S odkazem na statistiku správního trestání je zjevné, že tuto povinnost velká část správců nebere vážně a příslušné ustanovení porušují. Zarážející jsou však případy, kdy správce opakovaně tuto povinnost nesplní, na výzvy ČNB nereaguje a ta ho ze seznamu vyškrtně. Správce se následně, dovolte mi ten výraz, nechá opět „vesele“ zapsat do seznamu a ve své činnosti pokračuje dál. V tomto směru navrhuji, aby tento postup byl znemožněn, a to buď na určité časové omezení, nebo trvalou nemožností být do seznamu opětovně zapsán, pokud byl správce vymazán v důsledku sankce. Nabízela by se také varianta zvýšení dolní hranice pokuty trestající tento přestupek, neboť průměrná pokuta ve výši 50 000 Kč, kterou v posledních letech ČNB ukládala, byť s ohledem na rozdílné ekonomické možnosti jednotlivých pachatelů přestupků, je nízká a nedostatečně odrazující.

Sporným aspektem může být častá neformálnost vztahů mezi investory a správcem. Podle výše uvedených dat většina investorů má právní vztah se správcem vymezen pouze formou smlouvy, což nepovažuji za šťastné. Opět je nutno zdůraznit, že bude záležet na charakteru vztahu mezi těmito dvěma subjekty. Tedy pokud se bude jednat o správce spravujícího majetek několika rodinným příslušníkům a přátelům, vyšší formalizace by byla na překážku. Opačnou je ale situace u těch správců, kteří minifondy provozují za vidinou velmi úspěšného investičního podnikání a jejich investory jsou osoby, se kterými je jiné vazby nepojí. V těchto případech mi nepřipadá dostatečné, pokud investor za odevzdání nemalé částky správcem získává pouze závazek správce plnit podmínky stanovené smlouvou. Osobně bych preferoval spíše podíl na spravovaném majetku tak, jak to lze nalézt na příkladu podílového fondu.

Dále by měl podle mého názoru zákonodárce upřesnit zákaz nabízení investic veřejnosti v § 295a ZISIF, a to tak, že explicitně zmíní veškeré entity, které podle zákona mohou

vykonávat kolektivní správu majetku. Vyplňovat tuto mezeru, která však v praxi budí možná neopodstatněné vášně, formou výkladového stanoviska ČNB nepovažuji za uspokojivé.

Za nedostatečné považuji také to, že v české právní úpravě nenalezneme vymezení podmínek, za kterých mohou investice do minifondu nabízet obchodní zástupci správce. V praxi je tak běžné, že investice do těchto zařízení nabízejí například pojišťovací zprostředkovatelé. V jejich případě je nejen pro jednotlivé investory, ale také pro finanční systém rizikové, že tyto osoby disponují širokou sítí kontaktů, na které se mohou s nabídkami investic obracet, a zároveň důvěrou, kterou u oslovených potenciálních investorů zpravidla mají. Tito zprostředkovatelé tak investice do minifondů nabízí jako jakési podpultové zboží. Detailnější regulací této praktiky by se možná podařilo předejít škodám, které vznikly ve výše citovaných případech podvodných investičních praktik některých správců minifondů.

Rizikovou shledávám také skutečnost, že investor, kromě veřejně dostupných zdrojů, nemá žádnou záruku v osobách správce. Nemá se tak jak dozvědět, že jde o osobu, která si například odpykala trest za majetkovou trestnou činnost či ve své předchozí činnosti v oblasti investiční správy byla velmi neúspěšná. Zákon nestanoví ani žádné odborné znalosti, či podrobnější požadavky na transparentnost ohledně osob správců. V případě povolovacího řízení ČNB tyto aspekty pečlivě zkoumá a investoři do standardních fondů tak mají záruku, že svěřený majetek je spravován skutečnými odborníky a osobami bez rizikového profilu. Tento nedostatek ale lze chápat ve světle toho, jak minifondy zákonodárce koncipoval, tedy jako minimalistická uskupení založená za účelem správy aktiv osob propojených osobními vazbami, a tudíž znajících osobní historii správce. Konečně jen telegraficky jako velmi podnětnou hodnotím také připomínku jednoho ze správců, aby docházelo k důkladnějšímu oddělení majetku, který společnost spravuje jako majetek cizí od majetku ve vlastnictví společnosti. Došlo by tak zajisté ke snížení rizika porušení některých povinností při správě cizího majetku.

5 Příklad nestandardního využití minifondu

V následující kapitole se věnuji zajímavé, leč netradiční formě použití minifondu, v rámci které byl shromážděn defacto venture kapitál od investorů stojících vně společnosti poskytnutý pro stavbu výrobního závodu. Cílem kapitoly je popsat, jakou roli ve struktuře dané skupiny společností minifond hraje, analyzovat jednotlivé aspekty tohoto použití a vytvořit případné doporučení pro využívání institutu tímto způsobem. Pro účely této práce jsem v rámci ochrany činnosti konkrétní skupiny společností, z nichž jednatel jedné ze zúčastněných se mnou toto použití sdílel, zvolil náhodné názvy těchto společností, majetkové podíly v nich a také oblast, ve které společnosti podnikají.

Není mou ambicí rozebírat jednotlivě zmíněné instituty, ale ilustrovat cestu, na kterou se správci minifondů a společnosti obstarávající investiční kapitál zpravidla neubírají a která mi přijde natolik zajímavá, aby byla srovnána se zaběhlým způsobem fungování minifondů v rámci českého kapitálového trhu.

5.1 Popis situace

Akcie společnosti Moravia, a.s. jsou z 90 % vlastněny akcionářem A. B., a z 10 % vlastněny společností Silesia, s.r.o. Většinovým vlastníkem Silesia, s.r.o. je její jednatel C. D. Společnost Moravia, a.s., podnikající v oblasti zdravotnických technologií, získala patenty na výrobu přístroje, který je schopen transformovat krev z jedné krevní skupiny do druhé. Vlastníci jsou přesvědčeni, že jejich přístroj bude nejen společensky prospěšný, ale i komerčně úspěšný. Nutným předpokladem je stavba výrobního závodu, v němž by došlo k realizaci tovární produkce zajišťující velkovýrobu. Vznik takového obchodního závodu vyžaduje investici přibližně čtyři miliard Kč. Většinový vlastník A.B. je schopen poskytnout polovinu potřebných prostředků a také je ochoten snížit svou majetkovou účast na společnosti Moravia, a.s. až do výše 51 % ve prospěch těch potenciálních akcionářů, kteří by byli schopni zbylé dvě miliardy Kč pro účely výstavby poskytnout.

Ekonomická analýza skupiny tedy hovoří o potřebě získat čtyři miliardy Kč, a to na pětiletý investiční horizont, během kterého by byla továrna postavena. Na jejím konci by byla společnost Moravia, a.s. schopna poskytnuté prostředky v rámci své výrobní činnosti vyprodukovat.

Protože vlastníci společnosti Moravia, a.s. by rádi činností továrny podpořili rozvoj nejen svého podnikání, ale také regionu a země, je jejich společným požadavkem obstarat financování prostředky pocházejícími od českého investora.

Vedení skupiny nyní zvažuje, jakým způsobem kapitál na stavbu výrobního závodu získat. Menšinový vlastník C.D. jako zkušený finanční investor ví, že realizace formou bankovního úvěru nepřipadá v úvahu, neboť společnost Moravia, a.s., vyjma vlastnického práva k několika patentům a svého základního kapitálu, nevykazuje žádnou jinou hodnotu, na jejíž základě by mohla být ve vztahu k tak vysokému úvěru ohodnocena. V případě příchodu krize, v níž by úvěrovaná společnost nebyla schopna prostředky splácet v dohodnutém termínu, by se jakákoliv možnost flexibilního řešení či alternativního plnění jevila jako nepravděpodobná.

Financování vydáním veřejně obchodovaných akcií vstupem společnosti na burzu se jeví nejen jako velmi nákladné, ale také vyžadující maximální míru transparentnosti, která by ve výsledku s ohledem na konkurenční prostředí, ve kterém společnost působí, mohla její podnikání spíše poškodit. Nemluvě o tom, že i pokud by společnost postupovala dle ekonomických plánů a prosperovala, u veřejně obchodovaných společností se nelze vyhnout riziku zásahu vnějších faktorů, které mohou zapříčinit ztrátu podstatné hodnoty jejich takto nabízených akcií.

Nabíledni je financování vydáním dluhopisů, nicméně s těmi se opět pojí několik rizik, které musí společnost nést. Prvním je nebezpečí, že se jí v daném čase vůbec nepodaří dluhopisy za cílovou částku upsat. Druhou hrozbou je nutnost platby vlastníkům dluhopisů pravidelných úroků, pro které však společnost v rané fázi své činnosti nedisponuje dostatečnou hotovostí. Zajištěné dluhopisy, jak jsem uvedl, nepřicházejí v úvahu. Tyto úroky by navíc však kvůli podnícení zájmu investorů musely být nastaveny nikoli nízko, a tak by se takto získané prostředky mohly poněkud prodražit.

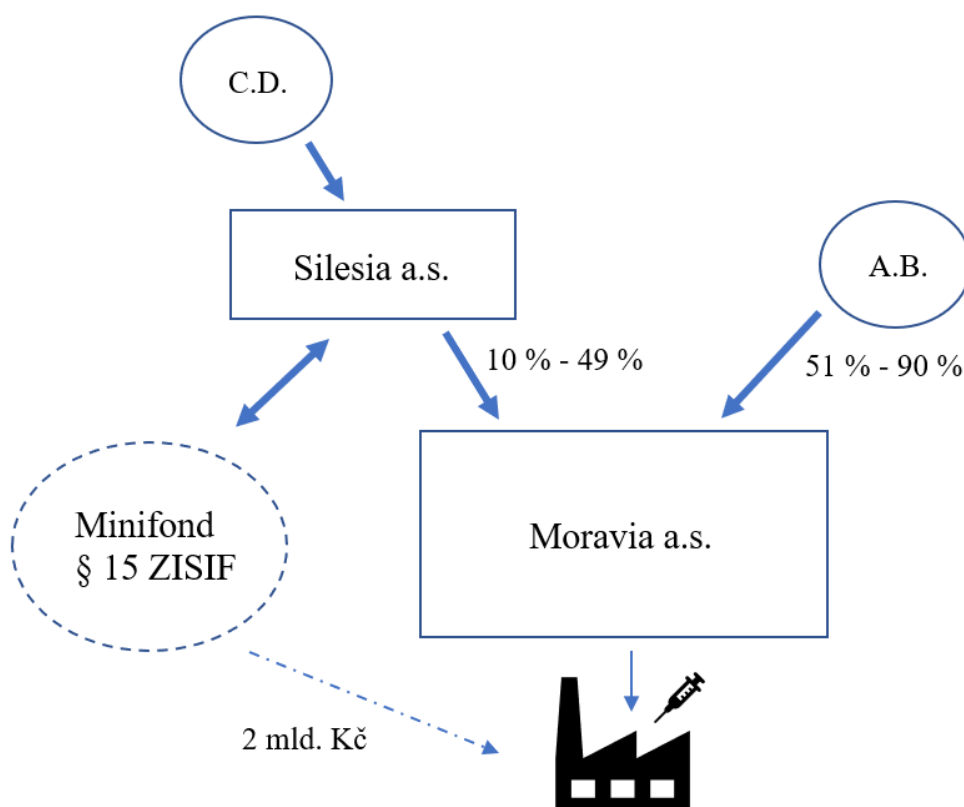
Ze stejného důvodu nelze žádat financování stavby továrny formou majetkového vstupu některého ze standardních investičních fondů, neboť investice do společnosti s výchozím potenciálem velmi nízké valuace by nesplnila kritéria vyžadovaná v rámci obezřetnostního hospodaření a strategií rizik fondu.

Proto jednatel C.D. přišel s myšlenkou vytvoření minifondu podle § 15 ZISIF, který spravuje společnost Silesia, s.r.o. Prostřednictvím společnosti získal a spravuje majetek zhruba dvěma stovkám kvalifikovaných investorů, zpravidla obchodních partnerů či osob, se kterými se během své podnikatelské činnosti setkal a kteří byli jednotlivě ochotni do rozvoje společnosti vložit své prostředky. Jednateli C.D. se podařilo vybrat zhruba dvě miliardy Kč, které drží

v hodnotě akcií společnosti Moravia, a.s. Mohl si také do určité míry ověřit, od koho kapitál do své správy získává, a to nejen prověřením splnění podmínek kladených na kvalifikované investory, ale také splnění vlastního požadavku na tuzemský původ svěřeného kapitálu.

Smlouva uzavíraná mezi společností Silesia, s.r.o., jako správcovskou společností, a investory je svou povahou smlouvou o správě cizího majetku. Tato smlouva obsahuje mimo standardní ustanovení podmínku, že za svěřené peněžní prostředky budou pořízeny pouze cenné papíry společnosti Moravia, a.s., tedy že správce svěřené prostředky společnost nebude diverzifikovat. Odměna správce svěřeného majetku je nastavena tak, že správcovská společnost získá 20 % ze zisku, který je z konkrétní investice realizován.

Na obrázku níže je vyobrazena struktura zúčastněných subjektů a vztahů mezi nimi.



5.2 Hodnocení popsaného případu

Protože s ohledem na výše uvedené spravovat majetek více osobám v rámci stanovené konkrétní strategie se záměrem zhodnocení jejich prostředků nelze realizovat bez zápisu do seznamu ČNB, zřízení minifondu se jeví v tomto případě jako nejprůběhavější řešení. Bez zřízení minifondu by zároveň nebylo možné shromáždit požadovaný majetek bez současné majetkové účasti znamenající potenciální zásah investorů do podnikatelské činnosti

společností. V tomto případě zároveň můžeme plně spatřovat onen nevyřčený hlavní pilíř, na kterém fungování minifondů v České republice stojí, a tím je úzký fiduciární vztah mezi správcem a investory.²⁸²

Postavení investorů v rámci společnosti Moravia, a.s. lze kvalifikovat jako defacto tiché společenství.²⁸³ Investoři se svou investicí vědomě podílí na podnikání společnosti a také na jejím zisku, který jim je vyplácen z dividend. Zároveň však nejsou společníky, kterým zákon přiznává práva a povinnosti, jako například právo účastnit se na rozhodování dané společnosti. Odlišnost v případě explicitní formy tichého společenství lze spatřovat právě v případě práv tichého společníka, kdy společník *má právo nahlížet do obchodních dokladů a účetních záznamů podnikatele.*²⁸⁴ Vyrovnáním tohoto závazku lze ze strany společnosti Silesia, s.r.o. považovat vytvoření uzavřeného režimu webových stránek společnosti, v rámci kterého je investorům poskytován kompletní ekonomický přehled aktuálního prospívání společnosti a stav jejich investice. Domnívám se však, že investoři se, nejpozději podpisem smlouvy o správě svěřeného majetku se správcovskou společností, fakticky svých jakýchkoliv ambic působit v rámci zmíněných společností vzdávají a že jejich účast je tak čistě kapitálová.

Popsané řešení dává dohromady dvě oblasti, a to správu cizího majetku plnou formou se záměrem jejího investičního zhodnocení s oblastí venture kapitálových investic. Venture kapitál lze podle České asociace private equity a venture kapitálu chápat jako *středně až dlouhodobý kapitál investovaný formou kapitálového vstupu do společnosti. Za investici získává fond venture kapitálu podíl na základním kapitálu podniku a společně s finančními prostředky předává firmě také odbornou pomoc.*²⁸⁵ Jeho předpokladem je tedy nejen poskytnutí rizikového kapitálu, ale také majetkový vstup do společnosti formou obchodního podílu s nemajetkovým přínosem ve formě odborných rad vstoupivších investorů.

Vzniká tedy zajímavý výsledek, který dle mého názoru obsahuje největší výhodu v tom, že investoři, ačkoliv majetkově zapojení a zaujatí do chodu společnosti, nemají standardně žádný právní nástroj, kterým by mohli do řízení společnosti zasahovat. V případě investice, kdy na

²⁸² Fiduciární vztah je vymezen jako takový, ve kterém má osoba pravomoc a povinnost jednat v zájmu jiného za okolností, které vyžadují naprostou důvěru, dobrou víru a poctivost. [online]. [cit.2022-11-17]. Dostupné z: <https://dictionary.law.com/default.aspx?selected=744>.

²⁸³ Podle § 2747 až 2755 OZ.

²⁸⁴ § 2749 odst. 1 OZ.

²⁸⁵ Archivovaná kopie Adresáře členů České asociace private equity a venture kapitálu za rok 2010. [online]. [cit. 2022-11-17].

Dostupné z https://web.archive.org/web/20150402115147/http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf.

jedné straně stojí společnost opatřující si dodatečný kapitál a na druhé straně uskupení většího množství investorů, jejichž motivace je čistě majetková, je toto řešení také administrativně a právně jednodušší zejména z pohledu potenciální vyšší fluktuace investorů, kdy lze odcházející investory jednoduše vyplatit podle zhodnocení jejich počáteční investice a přijmout na jejich místo investory nové.

Nezbývá než dodat, že je plně na každém investorovi, aby se skutečně přesvědčil o potenciálu společnosti, které tímto způsobem využité prostředky v rámci jejich zhodnocení svěří. Nicméně se domnívám, že již to je podstatou každé venture kapitálové investice, ať už do start-upů, jakož i do společností s nadějným business plánem, ale nejistou ekonomickou a vůbec existenční budoucností, nebo do zaběhlých společností s potřebou rozvojového, záchranného či transakčního financování.

Závěr

Hlavním cílem práce bylo analyzovat, jakým způsobem lze v České republice spravovat investiční majetek více investorů bez veřejnoprávního povolení. Řešení nabízí zákon o investičních společnostech a investičních fondech ve svém § 15, nadepsaném rubrikou *správa majetku srovnatelná s obhospodařováním*. Toto ustanovení, ve spojení s dalšími souvisejícími ustanoveními dotčeného zákona, nabízí právnickým osobám se sídlem v České republice možnost shromažďovat investiční majetek od investorů za účelem společného investování, a to pouze pod podmínkou zápisu do seznamu vedeného Českou národní bankou. Jinými slovy, minifondy mohou působit bez nutnosti získat veřejnoprávní povolení, které s sebou mimo jiné přináší nutnost podrobit se důkladnému dohledu ČNB. V tomto případě je dohled ČNB značně limitovaný a vztahuje se výhradně na dílčí aspekty činnosti minifondů.

Je však třeba zdůraznit, že na touto prací popisovanou možnost kolektivní správy majetku zákon klade značná omezení a limity. Mezi nejvýznamnější lze řadit omezený okruh drobných investorů, kteří mohou v rámci minifondu svůj majetek investovat, či maximální objem majetku, který může daný subjekt spravovat. Důvodů, proč trh s minifondy vzbuzuje pro dohledový orgán a zákonodárce nemalé obavy, je několik. Největší ohrožení může plynout z aktivity směrem k drobným investorům, kteří tvoří podstatnou část účastníků na kapitálovém trhu. Nezanedbatelným důvodem je také systémové riziko, neboť jak ostatně ukázal průzkum části českého trhu představený ve čtvrté části, objem majetku spravovaný minifondy není vůbec malý. Nesmíme zapomenout také na ochranu důvěry v kapitálový trh, kterou některé případy podvodných praktik s tímto institutem spojené značně poškodily. Ačkoliv institut správy srovnatelné s obhospodařováním byl plně zamýšlen pouze pro kvalifikované investory, hranice dvaceti osob, které tento požadavek naplňovat nemusí, umožňuje některým správcům zákonná ustanovení obcházet a v horších případech také poškodit nemalé množství drobných investorů, kteří do minifondů vložili své úspory.

Přestože v zákoně nalézáme snahu drobné investory chránit, praxe ukazuje, že tato zákonná opatření jsou nedostatečná. Jako příklad lze uvést situace, kdy se drobný investor domnívá, že vkládá svůj majetek do subjektu dohlíženého ČNB, stejně tak případy, kdy správci a jejich zmocněnci oslovují větší počet investorů z řad retailové veřejnosti, než jim zákon povoluje.

Při pohledu na rozhodovací praxi ČNB je zřejmé, že velké množství minifondů neplní svou principiální povinnost, a to každoročně informovat dohledový orgán. Sankce ukládané minifondům jsou nízké a lze říci, že dostatečně nemotivují k řádnému plnění zákonné povinnosti. Dalším nešvarem se jeví opakovaný zápis do seznamu v případě, kdy z něj byl subjekt vyškrtnut. V tomto případě musí být zákon důraznější a tento postup dotyčným subjektům znemožnit. Stejně tak by mělo dojít k alespoň základní regulaci nabízení investic do minifondů ze strany obchodních zástupců, které se kompletně vymklo kontrole.

Lze však uzavřít, že institut správy srovnatelné s obhospodařováním po dobu své desetileté existence v tuzemském právním řádu prokázal, že i přes zmíněné mezery a nedostatky právní úpravy má jeho role svůj význam a funguje dobře. Zejména v případě menších investičních záměrů, pro které by zvýšená regulatorní zátěž byla nepřekonatelnou překážkou. Při korekci neefektivních ustanovení a překlenutí mezer v zákonné úpravě mají minifondy potenciál i nadále působit jako vhodný nástroj kolektivní správy investičního majetku, který obohacuje tuzemský kapitálový trh.

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité literatury

Knižní zdroje

BAKEŠ, Milan, a kol. Finanční právo. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-440-7.

JOSKOVÁ, Lucie. PĚSNA, Lukáš. Správa cizího majetku. Praha: Wolters Kluwer, 2017. Právo prakticky. ISBN 978-80-7552-552-9.

LAVICKÝ, Petr. Občanský zákoník: komentář. 2. vydání. Praha: C.H. Beck, 2021. S. 1519 až 1520. ISBN 978-80-7400-803-0.

PETROV, Jan. Občanský zákoník: komentář. 2. vydání. Praha. C.H. Beck, 2019. ISBN 978-80-7400-747-7.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

SVEJKOVSKÝ, Jaroslav, MAREK, Radan a kol. Správa cizího majetku v novém občanském zákoníku. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-548-0.

ŠOVAR, Jan, a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-783-6.

ŠTENGLOVÁ, I., HAVEL, B., a kol. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020. S. 163 až 177. ISBN 978-80-7400-799-6.

ŠVESTKA, Jiří. Občanský zákoník: komentář. Svazek III. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2022. ISBN 978-80-7598-757-0.

ZRŮST, Lukáš. Selhání subjektů finančního trhu. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. ISBN 978-80-7598-511-8.

Odborné články

BĚLOHLÁVEK, Alexander J., ŘEZNÍČEK, Tomáš. Regulace finančních trhů a předcházení legalizaci výnosů z trestné činnosti. Bulletin advokacie, 2009, č. 1-2, s. 31-39.

HOBZA, Martin, MAZANEC, Luboš. „Veřejnost“ na finančním trhu: aktuální výkladové otázky. *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 7-8, s. 176-186.

HOBZA, Martin. Alternativní fondy aneb ke správě majetku srovnatelné s obhospodařováním. *Bulletin advokacie*, 2020, č. 7-8, s. 32-39.

KOHAJDA, Michael. BAKEŠ, Milan. Finanční systém, finanční trh nebo kapitálový trh jako definiční znak podoboru finančního práva? *ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 1*, 2018, Univerzita Karlova, s. 27-34.

PAPOUŠKOVÁ, Zdenka. KOHAJDA, Michael. Vybrané instituty finančního práva v roce 2014. Olomouc: *Iuridicum Olomoucense*, 2015, s. 199.

PIHERA, Vlastimil. Investiční fond. Vyměřování teritoria. *Obchodněprávní revue*, 2017, č. 9, s. 241-246.

ŠOVAR, Jan. Ochrana vnitřních informací na kapitálovém trhu po poslední novelizaci. *Obchodněprávní revue*, 2009, č. 9, s. 261-263.

Zahraniční literární zdroje

COLAERT, Veerle. BUSCH, Danny. INCALZA, Thomas. *European Financial Regulation, Levelling the Cross – sectoral playing field. First publication. Great Britain: HART publishing, 2019, ISBN 9781509926459.*

MOLONEY, Niah. FERRAN, Eilís. PAYNE, Jennifer. *The Oxford handbook of financial regulation. Great Britain: Oxford University Press, 2015. ISBN 9780199687206.*

PACCES, Alessio Maria. HEREMANS, Dirk. *Regulation of Banking and Financial Markets. ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS: REGULATION AND ECONOMICS, 2nd Edition, Rotterdam Institute of Law and Economics eds., Elgar, 2012. ISBN: 978-1-84720-343-4.*

QUAGLIA, LUCIA. *Financial regulation and supervision in the European Union after the crisis. Journal of Economic Policy Reform. University of York: 2013. Vol. 16 Issue 1, p17-30. ISSN 17487870.*

ROUSE EP. *Financial Regulation of U.S. Banking and Securities Markets: An Overview. New York: Nova Science Publishers, Inc; 2014. ISBN 9781629489988.*

ZETZSCHE, DIRK A. The Alternative Investment Fund Managers Directive: European regulation of alternative investment funds. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2012. ISBN:978-90-411-4044-9.

2. Seznam použitých internetových zdrojů

Tuzemské internetové zdroje

Databáze subjektů vedených v seznamu ČNB [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=07.03.2022&p_ses_idx=238.

Stanovisko ČNB *Pokoutné fondy kolektivního investování* [online]. [cit. 2023-03-01]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/>.

Sdělení a informace ČNB k pojištění vkladů [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/postaveni-dohledu/dohled-nad-uverovymi-institucemi/pojisteni-vkladu>.

Výkladové stanovisko ČNB *Správa majetku srovnatelná s obhospodařováním (§ 15 ZISIF)* zveřejněné dne 30. 6. 2022 [online]. [cit. 21. 11. 2022]. Dostupné online na: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-05/>.

Výkladové stanovisko ČNB *Pojem „veřejnost“ v předpisech na finančním trhu* [online]. [cit. 2023-02-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/>.

Sdělení ČNB k zajištěným statistickým a dohledovým datům [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.cnb.cz/cs/statistika/sdat/>.

Vydaná rozhodnutí ČNB [online]. [2023-03-03]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/pravomocna-rozhodnuti/pravomocna-rozhodnuti-cnb-v-rizenich-zahajenych-po-datu-1.1.2009/>.

Výkladové pokyny ESMA s názvem „*Obecné pokyny ke klíčovým pojmům směrnice o správcích alternativních investičních fondů*“. [online]. [cit. 2023-03-12].

Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/investicni-spolecnosti-a-investicni-fondy/metodicke-a-vykladove-materialy/>.

Dokument Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, často kladené otázky týkající se směrnice AIFMD [online]. [cit. 2023-03-03].

Dostupné z https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_10_572.

Preference v oblasti udržitelnosti. [online]. [cit. 2023-03-17]. Dostupné z <https://maples.com/en/knowledge-centre/2022/6/mifid-sustainability-preferences---putting-esg-at-the-centre-of-the-sales-process>.

Internetové články k některým kauzám spojeným s minifondy [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z: <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-growing-way-prolomila-mlceni-firma-stihaneho-janaty-uznala-ze-je-konec-183126>
<https://ct24.ceskatelevize.cz/domaci/3391810-manazery-jo-investment-obzalovali-ze-obrali-klienty-o-24-miliardy-za-nez-koupili>.

Zahraniční internetové zdroje

Graf S&P 500 [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné na: Dostupné na: <https://www.marketwatch.com/investing/index/spx/charts>.

Představení *hedge* fondů časopisem The Economic Times: *What's the Hedge funds and how do they generate money* [online]. [cit. 2023-03-18].

Dostupné z <https://economictimes.indiatimes.com/news/how-to/whats-the-hedge-funds-and-how-do-they-generate-money/articleshow/96257330.cms?from=mdr>.

Přehled finanční krize z roku 2008 na investopedia.com [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-crisis-review.asp>.

Představení pojmu rating na investopedia.com [online]. [cit. 2023-03-03]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/r/rating.asp>.

Představení pojmu pákový efekt [online]. [cit. 2022-11-17].
Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp>.

Představení pojmu *family office* podle serveru Investopedia.com [online]. [cit. 2023-03-11]. Dostupné z <https://www.investopedia.com/terms/f/family-offices.asp>.

Představení pojmu *performance fee* na investopedia.com [online]. [cit. 2022-11-19].
Dostupné na <https://www.investopedia.com/terms/p/performance-fee.asp>.

Představení pojmu *high water mark* na investopedia.com [online]. [Cit. 2023-03-20].
Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/h/highwatermark.asp>.

Definice strukturovaného investičního produktu na Investopedia.com. [online]. [cit. 2023-03-17].
Dostupné z www.investopedia.com/terms/s/structured_investment_products.asp.

Definice *private equity* fondů ve slovníku Cambridge [online]. [cit. 2023-03-18].
Dostupné z <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/private-equity>.

Definice morálního hazardu ve slovníku Cambridge [online]. [cit. 2023-03-18].
Dostupné z <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/moral-hazard>.

Vymezení pojmu fiduciární vztah [online]. [cit.2022-11-17].
Dostupné z: <https://dictionary.law.com/default.aspx?selected=744>.

3. Seznam použitých právních předpisů

Zákony:

Zákon č. 455/1991 Sb. o živnostenském podnikání.

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.

Zákon č. 6/1993 Sb. o České národní bance.

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

Zákon č. 143/2001 Sb. o ochraně hospodářské soutěže.

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích.

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Podzákoné předpisy:

Vyhláška ČNB č. 247/2013 Sb., o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

Vyhláška ČNB č. 267/2020 Sb., o oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance.

Předpisy práva EU:

Smlouva o fungování Evropské unie.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách, změněno nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 462/2013.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 o sděleních klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2088/2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

Nařízení Komise EU v přenesené pravomoci č. 231/2013, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled.

Prováděcí nařízení Komise EU č. 447/2013, kterým se stanoví postup pro správce alternativních investičních fondů, kteří se rozhodnou, že se na ně bude vztahovat směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU.

4. Seznam použitých rozhodnutí ČNB

Rozhodnutí České národní banky ze dne 6. září 2017, sp. zn. Sp/2016/10/573.

Rozhodnutí Bankovní rady České národní banky ze dne 23. listopadu 2017, sp. zn. Sp/2016/10/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 3. srpna 2022. Sp. zn. Sp/2022/150/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 5. října 2022. Sp. zn. Sp/2021/246/573.

5. Seznam ostatních zdrojů

Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb.

Důvodová zpráva k zákonu č. 90/2012 Sb.

Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb.

Správa investičního majetku srovnatelná s obhospodařováním

Abstrakt

Tato diplomová práce se věnuje analýze právní úpravy fungování minifondů neboli osob podle § 15 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Jedná se o subjekty, které mohou spravovat investiční majetek, aniž by tato činnost vyžadovala příslušné veřejnoprávní oprávnění udělené Českou národní bankou. Podstatou jejich existence je skutečnost, že naplňují některé znaky investičních fondů, ačkoliv investičními fondy nejsou. Obliba použití tohoto institutu v rámci kolektivního investování eskalovala během období pandemie nemoci Covid-19. V diplomové práci se věnuji rozboru práv a povinností spojených s touto správou, právních vztahů vůči investorům a také vůči České národní bance. Práce se skládá z několika částí, a to z představení evropské úpravy, ze které česká právní úprava vychází, ze stěžejní, a to svým rozsahem i významem, části obsahující popis a analýzu české právní úpravy. Práce obsahuje také výzkum tuzemského trhu minifondů, kde jsou představena data reprezentující část trhu a umožňují pohled například do toho, jak velký majetek minifondy v rámci české ekonomiky reprezentují, jaké jsou jejich náklady a do jakých aktiv správci investují. Režim fungování minifondů s sebou přináší množství výzev, a to jak pro Českou národní banku, tak i pro zákonodárce. Jedná se zajisté o způsob, jakým spravovat investiční majetek malého okruhu osob, a to bez masivní regulatorní zátěže než jak je tomu u kvalifikovanějších forem kolektivního investování. V posledních letech se však ukázalo, že snížená legislativní zátěž s sebou přináší rizika a nedokonalosti, kterých se některé subjekty nezdráhaly zneužít a poškodit tak nejen konkrétní investory, ale i důvěru v kapitálový trh jako celek. Cílem práce je ukázat, že popisovaný institut je dobře fungujícím doplňkem vedle velkých investičních struktur, ale také ukázat na legislativní nedostatky či mezery, které je třeba v rámci především systémové ochrany a bezpečnosti investorů překlenout, reformovat či zpřísnit.

Klíčová slova: minifond, správa majetku, investice

Investment asset management comparable to fund management

Abstract

This thesis concerns the analysis of the legal regulation of the functioning of mini-funds, or persons according to Section 15 of Act No. 240/2013 Coll., on Investment Companies and Investment Funds. These are entities that can manage investment assets without requiring the relevant public authorisation granted by the Czech National Bank. The essence of their existence is the fact that they fulfil some of the characteristics of investment funds, although they are not investment funds. The popularity of the use of this institute in the context of collective investment escalated during the pandemic of the Covid-19 disease. In my thesis I analyse the rights and obligations linked with this management, the legal relations towards investors and also towards the Czech National Bank. The thesis consists of several parts, namely an introduction of the European legislation on which the Czech legislation is based, and the most important part, both in terms of its scope and significance, containing a description and analysis of the Czech legislation. The thesis also includes research on the domestic mini-fund market, where data representing a part of the market are presented and provide insight into, for example, how much assets mini-funds represent within the Czech economy, what their costs are and what assets managers invest in. The mini-fund regime brings with it a number of challenges, both for the Czech National Bank and for legislators. It is certainly a way of managing the investment assets of a small number of people without the massive regulatory burden of more qualified forms of collective investment. In recent years, however, it has become apparent that the reduced regulatory burden brings with it risks and imperfections that some entities have been reluctant to exploit to the detriment not only of specific investors but also of confidence in the capital market as a whole. The aim of the thesis is to show that the described institute is a well-functioning complement to large investment structures, but also to point out legislative shortcomings or gaps that need to be bridged, reformed or tightened, especially in the context of systemic investor protection and safety.

Klíčová slova: mini-fund, asset management, investment