

**MINISTERSTVO FINANCÍ**

---

**Konzultační materiál**

**K DALŠÍMU  
LEGISLATIVNÍMU  
ZATRAKTIVNĚNÍ  
FONDOVÉHO  
PODNIKÁNÍ**

KONZULTAČNÍ MATERIÁL

# K dalšímu legislativnímu zatraktivnění fondového podnikání

---

**Upozornění: Závěry formulované v tomto materiálu jsou indikací přístupu, který lze zaujmout; případná přijatá legislativní předloha nemusí tyto závěry odrážet.**

# Obsah

Úvodem		5
KAPITOLA 1:	PODFONDY INVESTIČNÍCH FONDŮ MAJÍCÍCH FORMU „BĚŽNÝCH“ AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ	7
	1.1. Úvod	7
	1.2. Východisko	7
KAPITOLA 2:	VARIANTA AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI S PROMĚNNÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM	9
	2.1. Úvod	9
	2.2. Východiska	9
KAPITOLA 3:	FOND KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ JAKO VARIANTA KOMANDITNÍ SPOLEČNOSTI	10
	3.1. Úvod	10
	3.2. Východiska	11
	3.2.1. Postavení společníků	11
	3.2.2. Vznik a zánik účasti společníka	11
	3.2.3. Vklady a vkladová povinnost	12
	3.2.4. Podíly komanditistů	12
	3.2.5. Poradní komitét	13
KAPITOLA 4:	FOND KVALIFIKOVANÝCH INVESTORŮ JAKO VEŘEJNÁ OBCHODNÍ SPOLEČNOST	14
	4.1. Úvod	14
	4.2. Východiska	14
	4.2.1. Vklady a vkladová povinnost	15
	4.2.2. Statutární orgán	15
KAPITOLA 5:	STANDARDNÍ FOND, KTERÝ JE ETF, JAKO AKCIOVÁ SPOLEČNOST NEBO UZAVŘENÝ PODÍLOVÝ FOND	16
	5.1. Úvod	16
	5.2. Východiska	16
KAPITOLA 6:	MOŽNOST NEMÍT DEPOZITÁŘE PRO „PODLIMITNÍHO“ OBHOSPODAŘOVATELE UNON-UCITS ETF	18
	6.1. Úvod	18
	6.2. Východiska	18

# Zkratky

V tomto konzultačním materiálu se rozumí:

„ZISIF“	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
„ZOK“	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích
„NOZ“	Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
„směrnice UCITS IV“	Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
„směrnice AIFM“	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU)
„návrh směrnice UCITS 5“	Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění směrnice UCITS IV, pokud jde o funkci depozitáře, pravidla odměňování a sankce
„SICAV“	Akciová společnost s proměnným základním kapitálem
„ZPKT“	Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
„ETF“	<i>Exchange traded fund</i> , neboli investiční fond, jímž vydávané (zaknihované) cenné papíry jsou přijaty k obchodování na veřejných trzích

# Úvodem

## Cíl konzultačního materiálu a konzultační proces

Ministerstvo financí se v rámci své působnosti na úseku legislativy kapitálového trhu zaměřuje na oblast obhospodařování a administrace investičních fondů.

Výsledkem legislativní aktivity v této oblasti bylo přijetí zákona o investičních společnostech a investičních fondech (zákon č. 240/2013 Sb., ZISIF). Tento předpis zapracoval evropské předpisy (směrnice UCITS IV, směrnice AIFM), přihlédl k návrhu směrnice UCITS V a promítl nejnovější trendy fondového podnikání. Zákon byl v obecné rovině pozitivně přijat a ambice, které si předkladatel klade s cílem podpory českého trhu kolektivního investování, se začínají v praxi projevovat.

V této souvislosti je vhodné pokračovat v debatě nad dalším rozvojem legislativní základny v této oblasti. S ohledem na přijetí nového zákona nejsou zapotřebí žádné zásadní změny. Lze však mít za to, že další zpřesnění normativního textu nebo rozšíření již zavedených institutů v této oblasti může dále podpořit fungování českého kapitálového trhu a posílit atraktivitu českého práva v této oblasti.

Cílem tohoto konzultačního materiálu je představit dílčí témata k eventuálním normativním úpravám a získat k těmto úvahám názory a náměty od účastníků trhu a od odborné veřejnosti. Všechny věcné připomínky a náměty jsou vítány, a to i k úplnosti východisek nebo faktických a právních omezení. Výsledky veřejné odborné diskuse jsou důležité pro formulaci finální podoby jakýchkoli legislativních návrhů. Ostatně význam odborných debat se zvláště ukázal prospěšným při tvorbě zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

## Lhůta pro vyjádření a kontakt

Tento materiál vychází ze stavu ke dni 24. 1. 2014.

Lhůta pro zasílání připomínek je stanovena do 3. 3. 2014
--

Odpovědi na otázky, jakož i další připomínky, je možné zasílat elektronicky na adresu [kapitalovy.trh\(zavináč\)mfcz.cz](mailto:kapitalovy.trh(zavináč)mfcz.cz), a to ideálně s označením „**Konzultační materiál k dalšímu zatraktivnění fondového podnikání**“, případně jednotlivým konkrétním osobám dle kapitol (viz níže).

\* \* \* \* \*

Kontaktními osobami pro potřeby tohoto konzultačního materiálu jsou:

**Josef Klamo** – [Josef.Klamo\(zavináč\)mfcz.cz](mailto:Josef.Klamo(zavináč)mfcz.cz):

Kapitola 1 (Podfondy investičních fondů majících formu „běžných“ akciových společností)

Kapitola 2 (Varianta akciové společnosti s proměnným základním kapitálem)

**Alena Dvořáková** – [Alena.Dvorakova\(zavináč\)mfcz.cz](mailto:Alena.Dvorakova(zavináč)mfcz.cz):

Kapitola 3 (Fond kolektivního investování jako varianta komanditní společnosti)

Kapitola 4 (Fond kvalifikovaných investorů jako veřejná obchodní společnost)

**Aleš Králík** – [Ales.Kralik\(zavináč\)mfcz.cz](mailto:Ales.Kralik(zavináč)mfcz.cz):

Kapitola 5 (Standardní fond, který je ETF, jako akciová společnost nebo uzavřený podílový fond)

Kapitola 6 (Možnost nemít depozitáře pro „podlimitního“ obhospodařovatele u non-UCITS ETF)

# Podfondy investičních fondů majících formu „běžných“ akciových společností

## 1.1. Úvod

Zvažuje se možnost umožnit i investičnímu fondu, který má právní formu akciové společnosti, která není akciovou společností s proměnným základním kapitálem, vytvářet podfondy (srov. § 154 an ZISIF). Obdobná úprava je obsažena v zahraničních právních předpisech (např. v předpisech Lucemburska či Německa).

Podfondy nejsou samostatnou právnickou osobou, jsou účetně a majetkově odděleným souborem jmění v rámci zvláštní kategorie akciové společnosti, akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, tzv. SICAV (§ 154an. ZISIF). V praxi umožňují lépe shromažďovat peněžní prostředky od širokého spektra investorů a tento majetek investovat na základě rozložení rizika. Díky tomuto „poolingu“ majetku navíc dochází i k úspoře nákladů. K jednotlivým podfondům akciové společnosti jsou vydávány různé druhy akcií společnosti.

## 1.2. Východisko

Současná úprava umožňuje vytváření podfondů pouze akciovým společností s proměnným kapitálem, která však mohou být standardním fondem, speciálním fondem i fondem kvalifikovaných investorů. Pro využití výhod podfondů je tak nutné vytvořit akciovou společnost s proměnným kapitálem. Samotná konstrukce podfondů je pak u SICAV propojena s investičními a zakladatelskými akciemi, nikoliv však se samotným právem akcionáře na odkoupení investičních akcií. Proto je navrhována možnost vytváření podfondů i pro „běžné“ akciové společnosti, které jsou investičními fondy (nemohou však být standardním fondem).

Podfondy by potom mohla vytvářet **každá akciová společnost, která je investičním fondem**, pokud by údaj o možnosti vytváření podfondů uvedla ve svých stanovách. Tyto by musely obsahovat také pravidla pro vytváření podfondů a další pravidla s podfondy spojená, hlavně v souvislosti s jejich obhospodařováním, prováděním jejich administrace a výplatou zisků. V ostatním by základní právní režim zůstal zachován, tedy kupříkladu by nebyly odkupovány akcie vydávané akciovou společností, neboť to obecná úprava akciové společnosti nepřipouští.

K jednotlivým podfondům by akciová společnost vydávala různé druhy akcií, když jednotlivé druhy akcií by byly svázány s jednotlivými podfondy. Byly by tak využity možnosti, které druhům akcií skýtají ustanovení ZOKu týkající se druhů akcií. Informace o možnosti vytváření podfondy by byla uvedena ve stanovách akciové společnosti, stejně tak i pravidla pro vytváření podfondů a pravidla pro úhradu nákladů, které by mohly vznikat v souvislosti s jejich obhospodařováním a prováděním jejich administrace.

#### **Otázka první**

Souhlasili byste se zavedením možnosti vytvářet podfondy i pro „běžnou“ akciovou společnost, která je investičním fondem?

#### **Otázka druhá**

Měla by se možnost vytvářet podfondy zavést i pro další právní formy investičních fondů ? Pokud ano, tak u kterých forem si to dokážete představit?



# Varianta akciové společnosti s proměnným základním kapitálem

## 2.1. Úvod

ZISIF zavedl do právní úpravy investičních fondů specifický typ akciové společnosti – akciovou společnost s proměnným základním kapitálem (SICAV). S cílem posílit ještě více atraktivitu českého fondového podnikání se zvažuje rozšíření variability SICAVu a to tím, že SICAV by nemusel povinně vydávat zakladatelské akcie. Právě povinnost vydávat minimálně dva druhy akcií může být zbytečnou překážkou bránící rozvoji SICAVů. Obdobná úprava je také obsažena v zahraničních právních předpisech (např. v předpisech Lucemburska).

## 2.2. Východiska

Zvažovaná úprava by se týkala právě pouze povinnosti SICAVu vydávat minimálně dva druhy akcií - zakladatelské a investiční. Charakteristický znak SICAVu, akcie s právem akcionáře na jejich odkoupení, by zůstal zachován. SICAV by tak vydával pouze investiční akcie. Nutně by však musel vydávat alespoň jeden druh akcií, se kterým by byla spojena hlasovací práva. Takovýto SICAV by mohl být i standardním fondem. Také by mu samozřejmě zůstala zachována možnost vytvářet podfondy

Do obchodního rejstříku by se v případě takového SICAVu jako základní kapitál zapisovala nejnižší výše základního kapitálu pro účely pozastavení odkupování investičních akcií. Tato výše by byla i pojistkou vzhledem k automatickému zániku investičních akcií jejich odkoupením, tedy aby nezanikly všechny akcie SICAVu, případně i pro udržování minimální výše kapitálu. V případě SICAVu bez zakladatelských akcií by se také neuplatnil § 164 ZISIFu. Nová specifická pravidla by se pro takovýto SICAV také uplatnila v případě jeho přeměn.

### Otázka třetí

Souhlasili byste s tím, aby SICAVu byla dána možnost vydávat pouze investiční akcie?

## Fond kolektivního investování jako varianta komanditní společnosti

### 3.1. Úvod

S cílem posílit atraktivitu českého fondového podnikání se zvažuje rozšíření přípustných právních forem fondů kolektivního investování též o komanditní společnost. Stávající regulace nabízí tuto investiční formu pouze fondům kvalifikovaných investorů. Propojení znaků osobní i kapitálové společnosti však vytváří prostor pro úpravu komanditní společnosti do podoby vhodné též pro retailové investory. Podobně jako v případě komanditní společnosti na investiční listy by se použila obecná úprava komanditní společnosti a stanovily se odchylky reflektující specifika fondů kolektivního investování. Tato varianta komanditní společnosti by byla dostupná výhradně pro fondy kolektivního investování.

Zamýšlená varianta komanditní společnosti by v sobě spojovala výhody osobní a kapitálové společnosti. V úpravě statutárního orgánu, jímž je komplementář, by se vzhledem k jeho neomezenému ručení promítaly prvky osobní společnosti, zatímco postavení komanditistů by připomínalo společníky ryze kapitálové společnosti. Jedním z jejích hlavních kladů by tak byla větší důvěryhodnost fondu kolektivního investování spojená s osobou komplementáře, jehož neomezené ručení za dluhy společnosti by z pohledu investorů představovalo určitou záruku za kvalitní a odbornou správu majetku fondu. V tomto směru by na něj byly kladeny velmi vysoké nároky. Tato varianta komanditní společnosti by však byla přípustná jen za níže uvedených podmínek (viz část 2.2.).

S cílem zajistit vysokou úroveň ochrany retailových investorů by komanditisté kromě vkladové povinnosti nebyli vázáni žádnými dalšími povinnostmi. Podíly komanditistů by byly představovány cennými papíry nebo zaknihovanými cennými papíry, u nichž by byla zakotvena povinná absence překážek převoditelnosti a výslovně připuštěna možnost jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu. S těmito cennými papíry nebo zaknihovanými cennými papíry by bylo rovněž spojeno právo komanditisty na jejich odkoupení na účet fondu kolektivního investování.

#### Otázka čtvrtá

Souhlasili byste s rozšířením právních forem přípustných pro fondy kolektivního investování o komanditní společnost při splnění uvedených podmínek (viz níže)?

## 3.2. Výhodiska

Zvažovaným rozšířením okruhu investičních forem fondů kolektivního investování se sleduje využití komanditní společnosti jakožto právní formy upravené zákonem o obchodních korporacích, nejednalo by se tedy o zavedení nové formy obchodní společnosti. Stěžejní regulaci by představovala obecná úprava komanditní společnosti v ZOK (§ 118 až 131), doplněná o odchylky reflektující specifika fondového podnikání.

Vzhledem k povaze fondového byznysu a nezbytnosti zachování co nejvyšší úrovně ochrany retailových investorů by se uplatnila řada odchylek od obecné úpravy komanditní společnosti. Ke svému efektivnímu fungování v režimu fondu kolektivního investování by komanditní společnost vyžadovala speciální úpravu v následujících oblastech:

- Postavení společníků
- Vznik a zánik účasti společníka
- Vklady a vkladová povinnost
- Podíly komanditistů
- Existence zvláštního poradního orgánu pro ochranu zájmů společníků i fondu jako takového (tzv. poradní komitét)

### 3.2.1. Postavení společníků

Komanditní společnost přípustná pro fondy kolektivního investování by mohla mít jen jednoho komplementáře, přičemž by jím byla vždy právnická osoba oprávněná tento fond obhospodařovat. Tato varianta komanditní společnosti by tak byla určena pouze pro „nesamosprávný“ investiční fond, který je fondem kolektivního investování (§ 9 ZISIF). S ohledem na cílovou skupinu fondů kolektivního investování se jeví vhodné, aby komanditisté za dluhy společnosti neručili vůbec a na samotném chodu komanditní společnosti se nijak nepodíleli. Tato oblast by byla svěřena výhradně komplementáři jakožto obhospodařovateli tohoto fondu kolektivního investování. Do obchodního rejstříku by se ohledně společníků zapisovaly pouze údaje o komplementáři, údaje o komanditistech nikoli.

### 3.2.2. Vznik a zánik účasti společníka

Komanditista by mohl do komanditní společnosti přistoupit nebo z ní vystoupit, převodem příslušného (zaknihovaného) cenného papíru, což by se považovalo za změnu společenské smlouvy. Tyto skutečnosti by se pouze zapsaly do seznamu komanditistů obligatorně vedeném společností, přičemž by platila vyvratitelná právní domněnka, že ve vztahu ke společnosti je komanditistou ten, kdo je v tomto seznamu zapsán. Po zániku účasti komanditisty by ho komanditní společnost z tohoto seznamu bez zbytečného odkladu vymazala.

Komplementář by mohl ze společnosti vystoupit, ale pouze za podmínky, že by v důsledku toho na jeho místo vstoupila jiná osoba splňující požadavky kladené zákonem na osobu komplementáře a bylo-li by to ujednáno ve společenské smlouvě. Jeho vystoupení by však nesmělo vést k porušení jeho povinnosti vyplývající z požadavku jednat s péčí řádného hospodáře, jinak by byl odpovědný za újmu z toho vzniklou.

Komanditistu ani komplementáře by nebylo možné z komanditní společnosti vyloučit. Zánik účasti komanditisty by se nestal důvodem pro zrušení společnosti, zatímco v případě komplementáře by ke zrušení došlo, ledaže by ho společnost v co nejkratší lhůtě nahradila. Nový komplementář by přirozeně musel splňovat požadavky kladené zákonem na osobu komplementáře.

### **3.2.3. Vklady a vkladová povinnost**

Komanditisté by v podstatě byli vázáni jedinou povinností, a to povinností vkladovou, která by se musela plnit v penězích. Jiný než peněžitý vklad by tedy byl vyloučen. Ve fondu kolektivního investování by bylo vhodné, aby se na tvorbě fondového kapitálu podílel i komplementář, neboť jeho přímá finanční účast by představovala vedle osobního ručení další záruku investičně odpovědného rozhodování. Komplementáři by se tedy uložila dispozitivní vkladová povinnost, přičemž by jeho vklad odpovídal 2 % z celkového objemu vkladů zakládajících komanditistů. Společenská smlouva by však mohla určit odlišnou výši vkladu nebo stanovit, že komplementář žádnou vkladovou povinnost nemá. Před podáním návrhu na zápis komanditní společnosti do obchodního rejstříku by měl být celý vklad komplementáře splacen. Před vznikem společnosti by její splacené vklady spravoval ten, kdo by se měl stát jejím komplementářem.

#### **Otázka pátá**

Souhlasili byste s tím, aby měl komplementář vkladovou povinnost? Pokud ano, v jaké výši? Mělo by se jednat o obligatorní či dispozitivní ustanovení (tedy možnost ve společenské smlouvě tuto povinnost vyloučit, popř. určit jinou výši vkladu)?

### **3.2.4. Podíly komanditistů**

Podíly komanditistů by byly představovány cennými papíry nebo zaknihovanými cennými papíry (tzv. komanditní listy), s nimiž by bylo spojeno právo komanditisty na jejich odkoupení na účet společnosti, přičemž by tímto odkoupením komanditní listy zanikly. Listinný komanditní list by mohl mít jen formu cenného papíru na řad. Ohledně vydávání a odkupování komanditních listů by se odkázalo na obdobné použití ustanovení upravujících tyto otázky pro podílové listy.

Převoditelnost komanditních listů by nebyla omezena ani podmíněna a při splnění podmínek požadovaných zákonem upravujícím podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT) a zákonem upravujícím obhospodařování a administraci investičních fondů (ZISIF) by mohly být přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo jiném veřejném trhu.

### 3.2.5. Poradní komitét

Skutečnost, že komanditisté by do chodu společnosti nemohli nijak zasahovat, by byla vyvážena existencí poradního komitétu jako sboru jejich zástupců. Komanditní společnost pro fond kolektivního investování by poradní komitét zřizovala povinně jako svůj orgán. Nejednalo by se o kontrolní orgán, nýbrž o orgán spíše poradního charakteru, jenž by sledoval ochranu společného zájmu komanditistů a v součinnosti s komplementářem přispíval k naplnění účelu fondu kolektivního investování.

Vůči komplementáři by poradní komitét disponoval řadou oprávnění, zejména by od něj mohl vyžadovat vysvětlení jeho postupu při obhospodařování fondu kolektivního investování, včetně konkrétního investičního rozhodnutí, a dávat mu ohledně těchto činností doporučení nebo jiné rady. V těchto otázkách by také poskytoval komplementáři na jeho žádost vyjádření. Doporučení, vyjádření a jiné rady poradního komitétu by nebyly pro komplementáře závazné, nicméně jednali by komplementář odchylně či dokonce v rozporu s nimi, musel by tento postup náležitě vysvětlit. Poradní komitét jakožto zástupce komanditistů by komplementáři uděloval k určitým zásadním rozhodnutím přivolení (např. změna statutu v otázkách investiční strategie či srážek při odkupování komanditních listů). Počet členů poradního komitétu by měl být nastaven tak, aby bylo zajištěno efektivní plnění jeho funkce. V poradním komitétu by byli zastoupeni všichni komanditisté, a to jednotlivě či jako skupina, přičemž každý by mohl být zastoupen jen jedním členem. Z povahy věci je vyloučeno, aby byl členem poradního komitétu společnosti její společník. Obecně by členové poradního komitétu neměli nárok na odměnu za výkon své funkce, ale společenská smlouva by jim odměnu v určité výši přiznat mohla. Komanditní společnost by však měla povinnost členovi poradního komitétu vždy nahradit ze svého majetku výdaje, které vynaložil v souvislosti s členstvím v poradním komitétu a které mohl rozumně pokládat za potřebné.

#### Otázka šestá

Souhlasili byste s výše vymezenou působností poradního komitétu?

# Fond kvalifikovaných investorů jako veřejná obchodní společnost

## 4.1. Úvod

Zvažuje se zpřístupnění právní formy veřejné obchodní společnosti fondům kvalifikovaných investorů. S ohledem na absenci relevantních důvodů pro neposkytnutí možnosti založit fond kvalifikovaných investorů ve formě veřejné obchodní společnosti by mohla být doplněna stávající nabídka i o tuto formu obchodní společnosti. Cílem tohoto rozšíření je snaha dosáhnout co nejvyšší variability dostupných investičních forem a s tím spojené atraktivity českého práva v oblasti fondového podnikání.

Veřejná obchodní společnost by v oblasti fondového podnikání mohla najít své uplatnění, zejména s ohledem na specifika vyplývající z jejího postavení osobní společnosti by byla vhodnou investiční příležitostí pro kvalifikované investory. Tato právní forma by jim nabídla silnější vliv a přímou účast na samotné činnosti společnosti. Vzhledem k osobnímu ručení společníků za dluhy společnosti by byli motivováni k obezřetnějšímu přístupu při realizaci investiční strategie, a tím by se snížilo i případné riziko selhání. Veřejná obchodní společnost by byla navíc jako tzv. daňově transparentní subjekt formou atraktivní pro fondové podnikání.

## 4.2. Východiska

Fond kvalifikovaných investorů by jako veřejná obchodní společnost podléhal úpravě v ZOK (§ 95 až 117). Povaha fondového podnikání by si však žádala v několika směrech specifickou úpravu odchylnou od obecné úpravy této právní formy:

- Vklady a vkladová povinnost
- Statutární orgán

### **4.2.1. Vklady a vkladová povinnost**

ZOK žádnou vkladovou povinnost společníkům veřejné obchodní společnosti neukládá, pouze umožňuje její úpravu ve společenské smlouvě. Z povahy věci je zřejmé, že v případě fondů kvalifikovaných investorů by museli společníci v některých případech vkladovou povinnost plnit. ZOK nově výslovně připouští, aby měl předmět nepeněžitého vkladu podobu provedení (nebo provádění) prací nebo poskytnutí (poskytování) služeb. Vzhledem k tomu, že jedním z imanentních znaků investičních fondů je podle jejich zákonné definice shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí, byl by v tomto případě předmět vkladu v podobě prací a služeb vyloučen per se.

### **4.2.2. Statutární orgán**

Statutárním orgánem společnosti jsou podle ZOK všichni společníci, kteří splňují zákonem stanovené požadavky. V případě investičního fondu by tak bylo nezbytné stanovit odchylku od obecné úpravy a zakotvit povinnost určit statutárním orgánem pouze jednoho společníka, jímž by mohla být jen právnická osoba oprávněná obhospodařovat tento fond.

#### **Otázka sedmá**

Souhlasili byste s tím, aby fond kvalifikovaných investorů mohl mít právní formu veřejné obchodní společnosti? Jaké další odchylky od obecné úpravy by bylo žádoucí stanovit?

# Standardní fond, který je ETF, jako akciová společnost nebo uzavřený podílový fond

## 5.1. Úvod

Standardní fondy by mohly mít právní formu akciové společnosti nebo uzavřeného podílového fondu, pokud by jimi vydávané (zaknihované) cenné papíry byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu (tzv. *exchange traded fund* neboli *ETF*). Patříčnou likviditu by obstarával tvůrce trhu. Formulace jeho role by mohla být inspirována například ustanovením § 10 odst. 2 písm. d) nařízení vlády č. 243/2013 Sb., které je transpozicí čl. 50 odst. 1 písm. e) UCITS IV.

## 5.2. Východiska

Článek 1 odst. 2 písm. b) směrnice UCITS IV umožňuje, aby standardní fond neodkupoval jím vydávané cenné papíry (a tedy aby měl uzavřenou právní formu). Přestože ZISIF pro fondy kolektivního investování upravuje povinnost mít právní formu podílového fondu nebo akciové společnosti, není u standardního fondu v současné době možné, aby byl uzavřeným podílovým fondem nebo akciovou společností, která není akciovou společností s proměnným základním kapitálem.

Důvodem, proč by výše uvedené rozšíření právních forem mohlo být pro standardní fondy zajímavé je to, že tzv. *ETF* mají většinou pasivní investiční strategii. To znamená, že na začátku vytvoří portfolio dle definovaného vzoru (např. kopírují složení indexu) a poté již portfolio nemění (za předpokladu, že se nezmění například složení kopírovaného indexu). Povinnost vydávat nové (zaknihované) cenné papíry a odkupovat ty již vydané by znamenala pro tyto fondy povinnost řídit likviditu a v případě nízké likvidity odprodat část portfolia, což by pro ně znamenalo velký zásah do jejich pasivní investiční strategie.



Právě díky pasivní investiční strategii by tyto fondy měly nízké poplatky za obhospodařování, což je činí atraktivními pro investory. Likviditu by pak zajišťoval tvůrce trhu, který jinak na základě dohody s obhospodařovatelem zajišťuje, aby se cena na regulovaném trhu výrazně neodchylovala od aktuální hodnoty fondového kapitálu (*NAV*). Investoři by tak měli i nadále možnost nechat si své (zaknihované) cenné papíry odkoupit za aktuální hodnotu, na rozdíl od otevřených právních forem by však takto odkoupené (zaknihované) cenné papíry nezanikali a mohli by být dále obchodovány na sekundárním trhu. V zahraničí jsou standardní *ETF* celkem běžnou záležitostí (zejména například v Lucembursku). Právě z důvodu smlouvy s tvůrcem trhu je otevřená právní forma pro *ETF* nadbytečná, protože by povinnost odkupu byla duplicitní s činností tvůrce trhu. Zahraniční standardní *ETF* (tzv. *UCITS ETF*) mohou skrze deriváty nebo jiné *ETF* investovat i například do zlata nebo ropy.

V současné době je možno vytvořit v České republice uzavřený *ETF* pro veřejnost pouze jako speciální fond. S ohledem na povinnost, aby měl obhospodařovatel speciálního fondu povolení podle směrnice o AIFM, by měly mít všechny české speciální fondy výhodu evropského pasu, ta však může být ve vztahu k retailovým investorům limitována podle čl. 43 AIFMD. Má-li být tedy fond nabízen v zahraničí retailovým investorům, může být pro něj výhodnější být standardním fondem, protože pak může být v EU nabízen, aniž je potřeba analyzovat transpozici čl. 43 AIFMD v jednotlivých členských státech.

#### **Otázka osmá**

Domníváte se, že by umožnění, aby standardní fondy, které jsou *ETF*, mohly mít uzavřenou právní formu, bylo pro rozvoj českého kapitálového trhu přínosné?

# Možnost nemít depozitáře pro „podlimitního“ obhospodařovatele u non-UCITS ETF

## 6.1. Úvod

Investiční fondy, jimiž vydávané (zaknihované) cenné papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu (tzv. *exchange traded fund* neboli *ETF*), by nemuseli mít depozitáře. Tuto možnost by nemohli využít standardní fondy ani investiční fondy, jejichž obhospodařovatel je oprávněn přesáhnout rozhodný limit. Tuto možnost by tak bylo možno upravit pouze pro tzv. podlimitního obhospodařovatele u *non-UCITS* fondů. Typicky by se jednalo o podlimitní fondy kvalifikovaných investorů, je však možnost zvážit zavedení výjimky i pro podlimitní speciální fondy, u nichž by se prolomila národní diskrece, že jejich obhospodařovatel musí být oprávněn přesáhnout rozhodný limit.

## 6.2. Východiska

Níže uvedené úvahy jsou inspirovány článkem 32 odst. 4 a 5 směrnice UCITS IV, který však má být dle návrhu její novely (označované jako UCITS 5) zrušen bez náhrady. Tento článek upravuje výjimku pro fondy obchodované na oficiálním trhu (tj. trhu podle tzv. listingové směrnice), a to buď plně, nebo jen z 80 %, při splnění dalších podmínek.

**Článek 32 odst. 4 a 5 směrnice UCITS IV** upravuje možnost členského státu rozhodnout, že tam uvedené investiční fondy s právní osobností (*investment company*) nemusí mít depozitáře. Odstavec 6 zakládá členskému státu povinnost, aby využití této diskrece oznámil orgánu ESMA a Evropské komisi s tím, že uvede údaje nutné k identifikaci těchto investičních fondů, u nichž výjimku uplatnil. Tato možnost byla **již od roku 1985** upravena v původní směrnici UCITS (směrnice 1985/611/EHS) v jejím článku 14 odst. 4 až 6. Vzhledem k tomu, že na stránkách Evropské komise není dohledatelný seznam těchto *investment company*, lze předpokládat, že **této diskrece pravděpodobně žádný členský stát nevyužil.**

Návrh **směrnice UCITS 5** však **celý článek 32 ruší**, aniž by v jednotné úpravě depozitáře byla zachována možnost národní diskrece podle čl. 32 odst. 4 a 5. Vzhledem k pokročilé fázi vyjednávání směrnice UCITS 5 a s ohledem na to, že žádný členský stát na tuto problematiku neupozornil, lze předpokládat, že po přijetí směrnice UCITS 5 již nebude možné, aby standardní *ETF* neměl depozitáře. **Rovněž směrnice o AIFM obdobnou diskreci neupravuje.**

Zůstává však možnost inspirovat se aktuálním zněním čl. 32 odst. 4 a 5 směrnice UCITS IV pro fondy kvalifikovaných investorů, které obhospodařuje obhospodařovatel neoprávněný přesáhnout rozhodný limit (dále jen „**podlimitní fondy kvalifikovaných investorů**“). Článek 32 směrnice UCITS IV rozlišuje 2 případy, a to situaci, kdy jsou na oficiálním trhu obchodovány veškeré akcie a dále situaci, kdy je obchodováno jen 80 % akcií, není však nutno se striktně držet úpravy v UCITS IV. Například by nebylo nutno trvat na obchodování na oficiálním trhu a lze zvážit i pouhé obchodování na (evropském) regulovaném trhu.

Podle směrnice UCITS IV roli depozitáře fakticky přebírá auditor (obdobně jako u fondů typu EuVeCa a EuSEF), který dvakrát měsíčně ověřuje oceňování majetku a dluhů fondu a kontroluje, zda je dodržována investiční strategie fondu. Výpočet aktuální hodnoty fondového kapitálu (*NAV*) se dvakrát týdně zasílá orgánu dohledu a dvakrát měsíčně publikuje. Toto platí pro standardní fondy, u fondů kvalifikovaných investorů, u nichž se majetek oceňuje jednou za rok, případně jednou za dva roky, lze zvážit i prodloužení lhůty pro kontrolu oceňování a publikaci aktuální hodnoty. Tvůrce trhu je povinen zasáhnout, kdykoli se hodnota na trhu odchyluje o více než 5 % od aktuální hodnoty (těchto 5 % lze asi považovat za onu významnou odchylku, byť se lze domnívat, že by odchylka mohla být i nižší). Cenné papíry a zaknihované cenné papíry vydávané takovým fondem lze podle směrnice UCITS IV nabízet pouze ve státech, kde jsou přijaty k obchodování. Je-li obchodováno jen 80 % emise, musí být zajištěno, že OTC obchody jsou prováděny za cenu dosaženou na oficiálním trhu. Absencí depozitáře by neměla být dotčena míra ochrany investorů - tuto podmínku však u fondů kvalifikovaných investorů není potřeba vyžadovat právě proto, že se jedná o kvalifikované investory.

Česká republika zavedla v § 6 odst. 2 ZISIF jako národní diskreci povinnost, aby byl obhospodařovatel speciálního fondu vždy oprávněn přesáhnout rozhodný limit a aby se tedy jednalo o správce podle směrnice o AIFM. Je však nutno konstatovat, že směrnice o AIFM toto nevyžaduje, byť *de facto* její článek 43 předpokládá zvýšenou ochranu retailových investorů. Lze proto zvážit možnost, že pro **speciální fondy**, které by naplnili podmínky uvedené výše, tj. jimi vydávané (zaknihované) cenné papíry by byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, případně jen oficiálním trhu (jednalo by se tedy o *exchange traded funds* neboli *ETF*), **by mohly být obhospodařovány i tzv. „podlimitním“ správcem**. Tím by se pro ně otevírala možnost, že by rovněž nemuseli mít depozitáře v souladu s úvahami uvedenými výše.

Lze argumentovat tím, že bylo-li něco umožněno po dobu více než 25 let pro standardní fondy (a tedy pro fondy určené primárně pro veřejnost), mělo by to být považováno za dostatečnou záruku toho, že výše probírána výjimka je akceptovatelná i pro speciální fondy. Přesto by bylo nutno u speciálních fondů případ od případu posuzovat, zda je zachována srovnatelná ochrana investorů, jako u speciálních fondů, které depozitáře mají.

Z ekonomického hlediska je možnost nemít depozitáře dalším kritériem (vedle pasivní investiční strategie), jak ještě více snížit poplatky za obhospodařování fondu (z nichž se hradí poplatek depozitáři). Ochrana investorů by byla suplována kontrolní rolí auditora, která by však nebyla kontinuální, ale jen občasná, a logicky plně *ex post*. Čili by byla levnější. To je odůvodněno právě existencí pasivní investiční strategie, při níž dochází jen k minimálním změnám ve složení portfolia a není tak nutno na denní bázi kontrolovat obchody na účet fondu a postačí následná kontrola výpočtu aktuální hodnoty portfolia. Navíc depozitáře/auditora by mohl do jisté míry suplovat tvůrce trhu, který musí znát aktuální hodnotu NAV, aby mohl zajistit správnou cenu na regulovaném trhu, a mohl by tak například zároveň provádět i kontrolu oceňování.

#### **Otázka devátá**

Uvítali byste umožnění toho, aby podlimitní fond kvalifikovaných investorů nemusel mít depozitáře, pokud by jím vydávané účastnické cenné papíry byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, případně na oficiálním trhu?

#### **Otázka desátá**

Máte nějaký komentář k pravidlům podle směrnice UCITS IV s ohledem na to, že by se mělo jednat o fondy kvalifikovaných investorů?

#### **Otázka jedenáctá**

Byla by pro vás zajímavá možnost umožnit speciálním *ETF*, aby byly obhospodařovány správcem neoprávněným přesáhnout rozhodný limit a byly zároveň vyňaty z povinnosti mít depozitáře?