

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Igor Martinek

Vybrané aspekty kolektivního investování

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Bc. Pavel Martiník, Ph.D.

Katedra: Finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce: 7. 12. 2024

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 129 910 znaků včetně mezer.

Igor Martinek

V Praze dne 7.12.2024

Obsah

| | |
|---|----|
| Úvod | 1 |
| 1. Historický vývoj a regulace kolektivního investování | 3 |
| 1.1. Porovnání vývoje trhu kolektivního investování..... | 3 |
| 1.1.1. Trh kolektivního investování v České republice | 3 |
| 1.1.2. Trh kolektivního investování v Lucembursku..... | 5 |
| 1.2. Právní úprava kolektivního investování | 8 |
| 1.2.1. Právní úprava EU | 8 |
| 1.2.2. Právní úprava v České republice | 11 |
| 1.2.3. Právní úprava v Lucembursku | 12 |
| 1.3. Dohled a regulace v oblasti kolektivního investování..... | 14 |
| 1.3.1. Dohled a regulace v České republice | 14 |
| 1.3.2. Dohled a regulace v Lucembursku | 15 |
| 2. Analýza investičních fondů a volba jejich právní formy | 16 |
| 2.1. Investiční fondy v České republice | 17 |
| 2.1.1. Fondy kolektivního investování | 17 |
| 2.1.2. Fondy kvalifikovaných investorů | 19 |
| 2.2. Investiční fondy v Lucembursku | 20 |
| 2.3. Právní formy investičních fondů | 24 |
| 2.3.1. Právní formy v České republice | 24 |
| 2.3.2. Právní formy investičních fondů v Lucembursku | 29 |
| 3. Subjekty správy investičních fondů | 33 |
| 3.1. Obhospodařovatel | 33 |
| 3.1.1. Formy obhospodařovatelů | 34 |
| 3.1.2. Režimy obhospodařování | 36 |
| 3.2. Administrátor..... | 36 |

| | | |
|--------|---|----|
| 3.3. | Depozitář | 37 |
| 3.4. | Hlavní podpůrce | 39 |
| 3.5. | Promotér | 40 |
| 4. | Založení SIF v Lucembursku a nabízení v České republice | 40 |
| 4.1. | Licenční řízení v Lucembursku | 41 |
| 4.1.1. | Povolení k obhospodařování | 41 |
| 4.1.2. | Registrace fondu v Lucembursku | 43 |
| 4.1.3. | Provoz investičního fondu a poskytování informací | 43 |
| 4.2. | Nabízení v České republice | 47 |
| 4.2.1. | Veřejné a neveřejné nabízení investic v České republice | 47 |
| | Závěr | 50 |
| | Seznam zkratk..... | 52 |
| | Seznam použitých zdrojů | 54 |
| | Abstrakt | 59 |

Úvod

Oblast kolektivního investování představuje rozsáhlé a dynamicky rostoucí odvětví, které je nedílnou součástí světa financí. V rámci tohoto oboru dochází k akumulaci aktiv jednotlivců a institucí a jejich následnému investování do širokého množství investičních nástrojů. Kolektivní investování hraje důležitou roli v investičních řetězcích spojující stádatelce se společnostmi a vládami emitujícími cenné papíry. Investiční fondy jako hlavní nástroj kolektivního investování hrají klíčovou roli v rozvoji kapitálových trhů, poskytují diverzifikaci investic a snižují riziko a náklady spojené s individuálním investováním. Prostřednictvím stovek tisíc investičních fondů se zaměřením na různé sektory, či geografické trhy toto odvětví globálně obhospodařují biliony dolarů. Poptávka po těchto službách v posledních dekadách vzrostla v důsledku akumulace bohatství v rozvíjejících se ekonomikách, ekonomické integrace a také globální individualizace rizik. Současně se tento obor stal důležitým zdrojem zaměstnanosti a příjmů pro státy, které jsou v tomto odvětví aktivní.

Zatímco Česká republika se řadí mezi mladší trhy kolektivního investování, Lucembursko je dlouhodobě vnímáno jako globální centrum správy investičních fondů a představuje jednu z nejdůležitějších destinací pro zakládání fondů v Evropě. Rozdíly v přístupu obou zemí k regulaci a správě investičních fondů mohou sloužit jako užitečný zdroj poznatků nejen pro odborníky, ale také pro investory a správce fondů, kteří zvažují vstup na jeden z těchto trhů. Tyto základní rozdíly přispěly jako podnět k tomu, aby v rámci práce byly analyzovány rozdíly mezi jednotlivými právními úpravami.

V teoretické části, která představuje podklad pro část praktickou, dojde k analýze právního prostředí obou porovnávaných států. Ke dosažení požadovaného výstupu, na který bude navazovat praktická část, bude užito komparativní metody. Na základě této komparace autor analyzuje základní fungování českého a lucemburského právního prostředí investičních fondů s důrazem na základní rozdíly mezi jednotlivými právními úpravami. Nutno poznamenat, že obě právní úpravy do značné míry reflektují evropskou právní úpravu, tudíž se často jedná především o dílčí rozdíly.

Práce je strukturována do čtyř hlavních částí. První kapitola se věnuje teoretickému pojetí kolektivního investování, přičemž zkoumá historický vývoj a právní rámec v České republice, Lucembursku a na úrovni Evropské unie. Druhá kapitola se zaměřuje na analýzu jednotlivých typů investičních fondů a jejich právních forem, včetně specifických rysů českého a lucemburského trhu. Třetí kapitola detailně popisuje subjekty zapojené do správy investičních fondů a jejich role v rámci právních a regulačních požadavků.

Prakticky orientovaná čtvrtá kapitola se zabývá procesem zakládání speciálního investičního fondu (SIF) v Lucembursku, včetně licenčního řízení, provozních povinností a následné možnosti nabízení tohoto fondu v České republice. Tato část rovněž poskytuje přehled o rozdílech mezi veřejným a neveřejným nabízením investic.

Cílem práce je poskytnout komplexní porovnání právních úprav v obou zemích a identifikovat klíčové faktory, které ovlivňují volbu jurisdikce pro zakládání a správu investičních fondů. Výsledky práce mohou sloužit jako praktický návod pro odborníky a investory, kteří hledají efektivní způsoby správy svých investic v mezinárodním kontextu.

1. Historický vývoj a regulace kolektivního investování

1.1. Porovnání vývoje trhu kolektivního investování

1.1.1. Trh kolektivního investování v České republice

Historie kolektivního investování v České republice je v porovnání s jinými zeměmi poměrně krátká. V období mezi světovými válkami v Československu existoval poněkud rozvinutý trh, který byl tvořen především bankami a individuálními investory. Příchod druhé světové války a následné zavedení centrálně plánovaného hospodářství znemožnilo další rozvíjení kapitálového trhu. Oživení kapitálového trhu nastalo až v roce 1989, kdy došlo k obnovení tržní ekonomiky. Hlavní událostí, která významně napomohla k oživení byla kuponová privatizace, v jejímž rámci došlo k transformování státních podniků na akciové společnosti, jejichž akcie bylo možné zakoupit v rámci privatizačních vln. Tato privatizace měla dvě vlny, během kterých si mohl každý dospělý občan koupit kuponovou knížku, čímž se stal držitelem investičních kupónů, tzv. DIKem. Tím držitelé mohli v rámci jednotlivých kol uplatnit poptávku po akciích v kurzu, který byl stanoven pro příslušné kolo. Kromě nabízených akcií privatizovaných podniků bylo možné zakoupit také akcie privatizačních fondů, které po získání licence od Ministerstva financí mohly shromažďovat investiční body držitelů investičních kupónů a následně je investovat do nabízených společností. Tyto privatizační fondy získaly v rámci prvního kola 71,9 % investičních bodů a ve druhé vlně 63,5 % investičních bodů.¹

Řada fondů se se v roce 1996 přetransformovala na holdingové společnosti s jinou podnikatelskou činností, než je kolektivní investování. Tím se tyto fondy vyhnuly regulaci, kterou přinesla novela zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Investoři těchto fondů tak byli vystaveni většímu riziku snížené informační povinnosti, diverzifikaci rizik, či likviditě instrumentů, což byly základní požadavky, které musely splňovat fondy, jež se věnovaly tomuto způsobu investování. V roce 1998 byla přijata novela zákona o investičních fondech, která zavedla zákaz transformace privatizačních fondů do holdingů a zavedla povinnost přeměny stávajících investičních fondů a uzavřených podílových fondů na otevřené podílové fondy nejpozději do roku 2002. Mnoho akcionářů privatizačních fondů přišlo o svoje investované peníze, které fondům svěřily, což mělo za následek značné poškození pověsti jak kolektivního investování, tak českého kapitálového trhu jako celku jak pro tuzemské, tak

¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 808. ISBN 978-80-7598-212-4.

i zahraniční investory. Z toho důvodu se ceny akcií a podílových listů trvale obchodovaly s obrovskými diskonty, které dosahovaly 50 až 60 %.²

V souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie, vstoupil v roce 2004 v platnost zákon o kolektivním investování, kterým došlo k harmonizaci české právní úpravy s úpravou EU. Tento zákon tak nahradil předchozí zákon o investičních společnostech a investičních fondech z roku 1992. Došlo tak k rozšíření kvalifikace na fondy standardní a speciální. V roce 2006 došlo k zavedení fondu kvalifikovaných investorů, jehož regulace je do značné míry volnější, než je tomu v případě fondů pro běžné investory.

V současné době je finanční systém v České republice stále značně banko-centrický, kdy podíl na aktivech finančního systému tvoří banky až ze 74 %. Financování podniků v rámci burzovně obchodovaných akcií či dluhopisů zatím v České republice nehraje příliš dostatečnou úlohu. Povědomí především mezi malými a středními podniky, které v rozvinutých ekonomikách aktivně využívají tzv. M-financování, je v České republice stále nízký. Zatímco ve Velké Británii, kterou můžeme označit za rozvinutý trh, se financování pomocí kótovaných akcií či dluhopisů pohybuje okolo 38 %, v České republice se tento způsob financování pohybuje okolo 7-8 %. Většina kapitálových vkladů českých podnikatelů má tak původ především z vlastních zdrojů vlastníku, reinvestovaných zisků a úvěrů od bank. Jsou to právě především malé a střední podniky, které vykazují vysokou závislost na bankovních úvěrech. Analýza Evropské komise a šetření Hospodářské komory České republiky uvádí, že malé a střední podniky mají nízké povědomí o existenci a způsobech alternativních forem financování. Za další důležité problémy, které odrážejí podniky od tohoto způsobu financování označují také náročné a nesystémově se měnící regulatorní požadavky, které značně prodražují vstup na trh.⁴

Dle Asociace pro kapitálové trhy České republiky celkový objem majetku svěřeného správcům aktiv nebo jejich prostřednictvím správcům aktiv v zahraničí v roce 2023 dosáhl výše 2,35 bilionu korun. Objem investic do domácích a zahraničních fondů kolektivního investování nabízených v tuzemsku dosáhl hodnoty 936 miliard korun, kdy 88 % aktiv bylo drženo fyzickými osobami a 12 % právníckými osobami. Objem investic ve fondech kvalifikovaných investorů činil 436 miliard korun. Dle rozdělení investic podle typů fondů měly v roce 2023

² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 805. ISBN 978-80-7598-212-4.

³ Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 16. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/attachments/Material_2019_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf

⁴ *Ibid.*, s. 16.

největší zastoupení fondy dluhopisové s objemem 350 miliard korun, které byly následovány smíšenými fondy s objemem 264 miliard korun. Akciové fondy byly až třetí s objemem 195 miliard korun.⁵

1.1.2. Trh kolektivního investování v Lucembursku

Lucembursko, které je jedním z nejmenších evropských států, se historicky řadí mezi finanční centra Evropského kontinentu. Finanční sektor zde představuje nejvýznamnější podíl na tvorbě hrubého domácího produktu a dosahuje až 30 % HDP. Tato země tak představuje distribuční centrum pro investiční fondy, které jsou nabízeny až v 77 státech po celém světě. Tyto distribuované fondy tak představují významný podíl nabízených fondů jak mezi retailovými, tak i institucionálními trhy v Evropě, Spojených státech či oblasti Středního Východu a Asii. Mezi přední důvody, které vedou k vysoké prestiži Lucemburska v oblasti investičních fondů, řadíme především široké portfolio finančních služeb, které zde mají dlouhou tradici.⁶

Zájem Lucemburska být centrem evropské ekonomické integrace sahá až do roku 1920, kdy došlo k založení ekonomické a měnové unie s Belgií. Země má dlouhou historii atraktivity pro mezinárodní podnikání prostřednictvím sofistikované regulace a zdanění, včetně řady smluv, které mají zamezit dvojímu zdanění. Po desítky let po druhé světové válce se Lucembursko etablovalo jako centrum správy soukromého majetku, včetně vydávání eurobondů či vypořádávání přeshraničních finančních transakcí. Mezi přední faktory, které napomohly k vybudování této významné pozice v oblasti finančního světa byla jak politická a ekonomická stabilita, mnohojazyčná pracovní síla, tak i značná podpora vlády.

Důležitým krokem, který napomohl Lucembursku v posílení svého významu v oblasti kolektivního investování, byla relativně rychlá implementace Směrnice UCITS v roce 1985, která vedla ke snadnějšímu přeshraničnímu alokování kapitálu. Před tímto nařízením byla přeshraniční správa aktiv relativně malým oborem, který se zabýval především správou soukromého majetku v oblastech Londýna, Lucemburska či Švýcarska. Vedení aktiv drobných investorů bylo vnitrostátní záležitostí, kdy se investiční fondy a veškeré přidružené funkce nacházely ve stejné zemi. Směrnice UCITS tak přinesla nové příležitosti pro zahraniční expanzi a otevřelo cestu pro evropskou finanční integraci. Usnadněním kolektivního investování

⁵ Investice v České republice narostly v roce 2023 o čtvrtinu, 2023. Asociace pro kapitálový trh České republiky[online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Tiskova-zprava-AKAT/v253rocn237-tiskov225-zpr225va-akat-investice-v-cesk201-republice-narostly-v-roce-2023-o-ctvrtinu>.

⁶ WÓJCIK, Dariusz. Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers* [online]. 2021, s. 6. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

do cenných papírů podpořil růst investičních fondů a položil základy integrovaného trhu pro zakládání a distribuci investičních fondů. Směrnice způsobila, že nové investiční fondy mohly být registrovány ve členských státech, které nebyly hlavními trhy pro distribuci těchto fondů. Stejně tak se mohly již stávající investiční fondy přemístit do členských států. Lucembursko se tak stalo první evropskou zemí, když tuto směrnici v roce 1988 implementovalo, čímž potvrdilo zájem být centrem evropských investičních fondů. Lucembursko patří mezi země, které promptně reflektovaly evropskou úpravu do tuzemské a v mnoha věcech bylo zároveň inspirací.

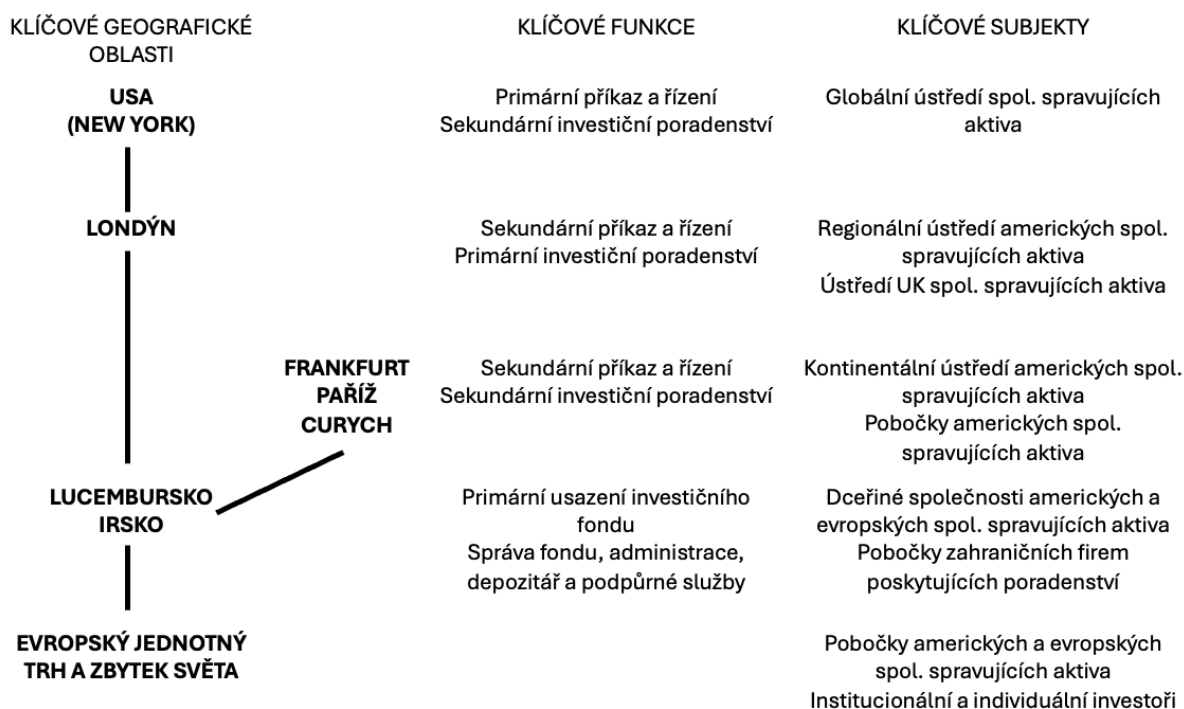
Na pověsti Lucemburska, jakožto renomovaného finančního centra, se podepsala kauza „LuxLeaks“ v roce 2014, kdy došlo k odhalení, že Lucembursko napomáhalo více než 300 mezinárodním firmám s optimalizací daní. Mezinárodní konsorcium novinářů odhalilo, že díky lucemburským zákonům, které dovozovaly platit daně v zemi, kde je hlavní sídlo organizace, místo zemí, kde operují, snížily nadnárodní společnosti jako PepsiCo, či FedEx svůj daňový základ až pod 1 %. Tato daňová optimalizace byla provedena během kooperace společností z Velké Čtyřky i lucemburské vlády, která vydávala tzv. patronátní prohlášení. V konečném důsledku Lucembursko nepoškodilo svoji pozici stabilního finančního centra, avšak potvrdilo svůj zájem být také daňovým rájem pro nadnárodní společnosti, což bylo kritizováno ze strany jiných států.⁷

Lucembursko se během své dlouhé historie v oblasti investic etablovalo nejen jako sídlo pro investiční fondy, ale také jako ideální destinace pro získávání kapitálu z celé Evropy. Lucembursko se tak spolu s Irskem stalo vstupní bránou pro největší investiční společnosti ze Spojených států, které tyto země volí jako sídla svých fondů. Američtí správci aktiv, často pobočky bank se sídlem v New Yorku, jsou vedoucími společnostmi v odvětví investičních fondů v Evropě. Tyto společnosti zakládají investiční fondy v Lucembursku či Irsku, které spravují prostřednictvím svých dceřiných společností, které se nacházejí v těchto zemích a Londýně, který funguje jako regionální ústředí amerických společností. New York tak funguje jako centrum investičního poradenství pro tyto investiční fondy, zejména pokud jsou tyto prostředky investovány mimo Evropu. Mezi nejznámější společnosti, které zvolily Lucembursko jako sídlo fondů řadíme např. BlackRock, JPMorgan či Fidelity.⁸

⁷ Lux Leaks revelations bring swift response around world. In International Consortium of Investigative Journalists [online]. [cit. 2024-11-02]. Dostupné z: <https://www.icij.org/investigations/luxembourg-leaks/lux-leaks-revelations-bring-swift-response-around-world/>

⁸ WÓJCIK, Dariusz. Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers* [online]. 2021, s. 10 [cit. 2024-11-02]. Dostupné z <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

Jelikož je obor investičních fondů úzce propojen s oborem finančním služeb, do kterého zahrnujeme například bankovníctví či také finanční poradenství, je těžko odhadnutelný konkrétní počet celkových zaměstnanců v oblasti investičních fondů. V roce 2019 se odhadovalo, že bylo v Lucembursku zaměstnáno až 8 tisíc osob, které byly zaměstnány přímo v investičních společnostech. K tomuto můžeme přičíst až 15 tisíc zaměstnanců, kteří jsou zaměstnáni ve finančních službách, kterých se obor investičních fondů často dotýká. Tato čísla znamenají, že v přepočtu na obyvatele, kterých má Lucembursko 640 tisíc, se jedná o významný sektor, který je tvořen velmi profesionálními zaměstnanci. Lucembursko historicky investovalo do vzdělání v oboru financí, aby zvýšilo odbornost a napomohlo k inovaci v tomto sektoru, čímž vytvořilo velmi kvalifikovanou pracovní sílu. Díky inovacím a přizpůsobení se poptávce, kterou Lucembursko zaznamenává také mimo evropský kontinent, tak Lucembursko nabízí řadu produktů, které jsou v souladu s právem šaría, či čínským trhem. Lucembursko tak v minulosti například napomáhalo k emisi čínských dluhopisů společnosti Dim Sum, či dluhopisů v oblasti finančních technologií, tzv. FinTech.⁹



Obrázek 1 – Organizace distribuce investičních fondů

⁹ WÓJCIK, Dariusz. Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers* [online]. 2021, str. 7 [cit. 2024-11-02]. Dostupné z <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

Do objemu spravovaných aktiv mělo v této oblasti dominantní postavení Spojené království, které bylo následováno Lucemburskem a Francií. Podíl Lucemburska spolu s Irskem od této doby značně narostl, kdy v případě těchto dvou států došlo ke značnému nárůstu podílu na trhu. V roce 2022 činilo množství aktiv spravovaných Lucemburskem v rámci UCITS a AIF 5 bilionů EUR. V rámci evropského trhu tak Lucembursko mělo 26 % podíl z celkově alokovaných 19 bilionů EUR. V případě samotných UCITS spravovalo Lucembursko 4 biliony EUR, což tvořilo 34 % podíl z celkového trhu UCITS. Největší podíl investovaných aktiv v rámci všech investičních fondů v rámci trhu UCITS a AIF tvořily akcie (31 %) následovány dluhopisy (20 %). Pro srovnání připomínám, že fondy v České republice v tomto roce spravovaly 21 miliard EUR, což činilo 0,1 % podíl z celého trhu UCITS a AIF. Dle těchto čísel je tedy zřejmé, že postavení obou států v oblasti trhu investičních fondů je značně odlišné.¹⁰

1.2. Právní úprava kolektivního investování

1.2.1. Právní úprava EU

Evropské právo představuje stěžejní pramen práva, který napomáhá k harmonizaci právní úpravy v oblasti financí pro celou Evropskou unii. Na základě této harmonizace tak vnitrostátní úprava odráží úpravu evropskou, kdy i jednotlivé zákony reflektují úpravu evropskou. Nejčastějším pramenem práva v oblasti financí jsou směrnice, případně také nařízení. Samotné směrnice nejsou obecně bez dalšího přímo aplikovatelné, proto je nutné je do právního řádu promítnout skrze vnitrostátní zákon. Směrnice AIFM a UCITS jsou tak dále upraveny prováděcími předpisy Komise (tzv. level 2 evropské regulace) a případně různými druhy soft-law regulace vydávané Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA) ve formě obecných pokynů (*guidelines*), výkladových stanovisek a případně *Q&A* (level 3 evropské regulace).¹¹

UCITS

Stěžejní evropským pramenem práva, který upravuje podrobný harmonizovaný rámec pro investiční fondy, které mohou být nabízeny retailovým investorům v celé Evropské unii, je směrnice o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního

¹⁰ Fact Book 2023. In Evropská asociace pro fondy a správu aktiv. [online]. 2023 [cit. 2024-12-03], s. 19. Dostupné z: <https://flipbook.vcpgraphics.online/EFAMA/Factbook/2023/Factbook2023.html>

¹¹ Investiční fondy a investiční společnosti v českém právu. In epravo.cz. 2022. [online]. [cit. 2024-11-04]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/investicni-fondy-a-investicni-spolecnosti-v-ceskem-pravu-114513.html>

investování do převoditelných papírů¹² (směrnice 2009/65/ES, dále pouze směrnice UCITS). K první právní úpravě směrnice UCITS došlo v letech 1985. Od té doby prošla tato směrnice několika revizemi. V případě směrnice UCITS IV došlo k úpravě postupu oznamování, pasu správcovských společností a rozšíření spolupráce orgánů dohledu členských států. Poslední úpravou je směrnice UCITS V, která vstoupila v platnost dne 18. března 2016. Jedním z cílů přijetí směrnice UCITS V bylo sladit režim UCITS se směrnicí AIFMD. Dalším cílem byla nutnost reagovat na krizi z roku 2008 a také na praktiky prováděné Bernardem Madoffem, který na základě nekalých praktik, kdy zneužíval postavení obhospodařovatele a depozitáře, způsobil značné materiální i reputační škody tomuto sektoru. Došlo tak k zavedení odpovědnosti za ztrátu hodnoty aktiv a k zákazu opětovného použití aktiv držených v úschově depozitářem nebo kteroukoliv jinou stranou, jež byla svěřena na jejich vlastní účet. V případě, že dochází k využití dalšího uschovatele, musí depozitář zajistit, aby v případě platební neschopnosti třetí strany nedošlo ke ztrátě těchto aktiv.

Dále tato směrnice zavedla pravidla pro odměňování klíčových zaměstnanců správcovských společností a harmonizovala minimální správní sankce za porušení pravidel.¹³ V případě, že určitou problematiku UCITS neupravuje, je v kompetenci národní úpravy, aby si danou problematiku upravila. Tato směrnice se také věnuje problematice evropského pasu, na jehož základě je možné, aby fondy povolené v jednom členském státě byly nabízeny i v dalších státech EU.¹⁴

AIFMD

Směrnice o správcích alternativních investičních fondů¹⁵ (směrnice 2011/61/EU, dále pouze AIFMD), která byla přijata v roce 2011, představuje stěžejní evropskou úpravu, která se věnuje oblasti alternativních fondů, především jejich správcům. Tato směrnice vznikla jako reakce na finanční krizi, jelikož před jejím přijetím neexistoval právní předpis, který by uceleně reguloval oblast mimo standardní fondy. Nařízení původně určené k regulaci hedgeových fondů a soukromého kapitálu se začalo vztahovat na všechny investiční fondy, které se nekvalifikují jako fondy UCITS.¹⁶ Na základě této směrnice došlo k definování alternativního fondu, který

¹² V anglickém originále *Directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*.

¹³ Fund Management. In Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). [online]. [cit. 2024-11-04]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/investors-and-issuers/fund-management>

¹⁴ UCITS Directive 5. In. SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. [online]. [cit. 2024-11-05]. Dostupné z: <https://www.securities-services.societegenerale.com/en/insights/views/news/ucits-directive5/>

¹⁵ V anglickém originále *Directive on Alternative Investment Fund Managers*.

¹⁶ ZETZSCHE, Dirk. *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Kluwer Law International, 2020, s. 11. ISBN 9789403509235.

dle článku 4 AIFMD můžeme označit jako jakýkoli podnik kolektivního investování, včetně jeho podfondů, který získává kapitál od řady investorů s cílem investovat tento kapitál ve prospěch těchto investorů a v souladu s předem stanoveným investiční strategie, která nevyžaduje povolení podle článku 5 směrnice UCITS.

Zatímco v případě směrnice UCITS dochází k regulaci jak obhospodařovatelů, tak i investičních fondů, v případě směrnice AIFMD dochází k regulaci pouze obhospodařovatelů. Působnost této směrnice je tak omezena pouze na subjekty spravující alternativní investiční fondy, které vybírají kapitál s cílem investovat tento kapitál ve prospěch investorů v souladu s investiční politikou bez ohledu na právní formu alternativního investičního fondu. Tato směrnice zavedla také nižší míru regulace pro správce aktiv, kteří nepřesahují rozhodný limit 100 milionů EUR, za určitých okolností pak 500 milionů EUR, pokud investují bez finanční páky. To se do české úpravy promítlo vznikem institutu správy majetku srovnatelné s obhospodařováním.

MiFID

Směrnice o trzích finančních nástrojů (směrnice 2004/39/ES, dále MiFID) byla přijata v dubnu 2004 Radou Evropské unie a Evropským parlamentem. Tato směrnice se stala účinnou v 1. listopadu 2007, čímž došlo k zavedení harmonizovaných předpisů ve všech členských státech EU a posunu k vytvoření jednotného trhu investičních služeb. Směrnice MiFID aplikuje srovnatelné principy, které se začaly aplikovat ve Spojených státech na základě změny zákona o cenných papírech z roku 1975, který posílil transparentnost, přístup ke všem trhům a posílil soutěž mezi obchodníky s cennými papíry.¹⁷ Cílem této směrnice bylo zlepšení ochrany spotřebitelů mimo jiné tím, že investiční podniky a poradci nově museli poskytovat přiměřené informace spotřebitelům (retailovým zákazníkům), zahrnout informace o znalostech a finanční situaci do poradenství, aby docházelo k doporučení vhodných finančních produktů. Tím mělo být zajištěno, že investiční podniky provedou pokyny za podmínek, které jsou pro klienta nejvýhodnější.¹⁸

V návaznosti na problémy odhalené během ekonomické krize v roce 2008 navrhla Evropská komise v roce 2011 revizi směrnice MiFID, což vedlo ke vzniku směrnice MiFID II. Cílem MiFID II je především posílení integrity trhu a rozšíření ochrany investorů. Díky této

¹⁷ STOLL, Hans R. Future of Securities Markets: Competition or Consolidation? In *Financial Analysts Journal*. 2008, 64(6). ISSN 1938-3312.

¹⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 800. ISBN 978-80-7598-212-4.

směrnici by tak mělo dojít ke snížení rizik na finančních trzích a posílení důvěry investorů.¹⁹ Tato směrnice poskytuje investorům s nižšími znalostmi a zkušenostmi v oblasti investování vyšší míru ochrany, zatímco profesionální zákazníci mají nároky na nižší úroveň ochrany. Oproti tomu ale dle této směrnice mají přístup k většímu množství investičních nástrojů. Význam směrnice MiFID pro tuto práci lze mimo jiné spatřovat také v tom, že v rámci MiFID II dochází k rozlišení profesionálního investora, kterou následně reflektuje český zákon o podnikání na kapitálovém trhu.²⁰

1.2.2. Právní úprava v České republice

Oblast investičních fondů je v České republice regulována především za pomoci zákonů, a podzákoných právních předpisů, a to vyhlášek ČNB a nařízení vlády. Zatímco primární zdroje upravují problematiku komplexně, v případě sekundárních zdrojů se často jedná především o upravení dílčích problematiky. Hlavními primárními zdroji, které upravují problematiku investičních fondů jsou zejména zákon o investičních společnostech a investičních fondech (dále ZISIF) a zákon o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT). V minulosti tuto oblast reguloval také zákon o kolektivním investování (dále ZKI), který byl novelizován desítkami novel, které měly za účel přibližování tuzemského práva směrnícím EU a evropským standardům. K nahrazení ZKI došlo mimo jiné v důsledku přijetí směrnice AIFMD, která musela být transponována do českého právního řádu.

Jako základní prameny ZISIF sloužily evropské právní předpisy, a to zejména směrnice AIFMD a UCITS, které musel tento zákon transponovat, tak i dosavadní zákon o kolektivním investování a lucemburská právní úprava. V rámci ZISIF se pozornost obrací především na obhospodařovatele investičních fondů a další subjekty s tím spojené a na finanční fondy se tak zákon dívá pouze jako na určitý produkt. Tento přístup je v souladu s přístupem dle směrnice AIFMD, která se nevěnuje právní úpravě fondů, ale především subjektů, které vykonávají správu těchto fondů. ZISIF dále zavedl rozlišování mezi obhospodařováním a administrací investičních fondů. Zákonodárce tak chtěl reflektovat praxi aplikovanou v zahraničí, kdy obhospodařovatel vykonává především tzv. *portfolio management*, zatímco administrátoři vykonávají další podpůrné činnosti.²¹

¹⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 803. ISBN 978-80-7598-212-4.

²⁰ HUSTÁK, Zdeněk. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 5. ISBN 978-80-7400-433-9.

²¹ Důvodová zpráva k zákonu č 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, s. 7.

Kromě ZISIF je významným právním pramenem upravujícím problematiku investičních fondů také ZPKT, který vstoupil v platnost 1. května 2004, tedy v den přistoupení České republiky k Evropské unii, nahradil část zákona o cenných papírech týkající se podnikání na kapitálovém trhu, veřejné nabídky cenných papírů, transparentnosti trhů a jejich ochrany. Jeho cílem bylo plně harmonizovat právní úpravu s evropskými předpisy, což se však ne vždy podařilo beze zbytku. Další změny zákona vycházely především z nutnosti implementovat směrnice vytvořené v rámci Akčního plánu pro finanční služby, například v oblasti veřejné nabídky a prospektů cenných papírů, obezřetnostních pravidel obchodníků s cennými papíry, regulace ratingových agentur nebo zásadních změn vyplývajících ze směrnice MiFID o trzích finančních nástrojů.

1.2.3. Právní úprava v Lucembursku

Hlavní předpisy, které jsou platné pro investiční fondy v Lucembursku zahrnují především lucemburské zákony, nařízení, oběžníky vydané Komisí pro dohled nad finančním sektorem (CSSF) a také některá lucemburská nařízení. Oproti českému způsobu zakotvení právní úpravy, kde došlo k zakotvení problematiky fondů do jednoho celku v podobě zákona o investičních společnostech a investičních fondech, v případě Lucemburska se jedná spíše o decentralizovanou strukturu. Jednotlivé kategorie fondů tak mají samostatné zákony. V minulosti byl stěžejní úpravou investičních fondů pouze zákon o subjektech kolektivního investování ze dne 30. března 1988, který byl příliš restriktivní. Proto lucemburští zákonodárci přijali zákon ze dne 19. července 1991, který vycházel z obecné úpravy zákona z roku 1988, avšak neaplikoval ty části, které byly příliš restriktivní. Zákon z roku 1991 tak vytvořil vhodné podmínky pro nový režim investičních fondů, které nebyly určeny pro retailové investory, ale zároveň nabídly větší možnosti při strukturování fondu a nižší daňovou zátěž. Účelem zákona bylo vytvořit vhodný právní a daňový rámec, který by nabídl lucemburským fondům možnosti aplikování alternativních investičních strategií a možnosti nabývat širší množství aktiv.²²

V roce 2004 došlo k vyčlenění zvláštní kategorie ze zákona z roku 1991, kdy Lucembursko zavedlo tzv. režim vyhrazených investic rizikového kapitálu, když přijalo zákon o SICAR. Tímto krokem došlo k vytvoření právního rámce pro zvláštní třídu alternativní třídy aktiv, kam řadíme riziková kapitál, *private equity* a *venture capital*. Byl to právě tento zákon, který zavedl koncept tzv. dobře informovaného investora, čímž omezil veřejnosti přístup

²² LODEWIJK, van Setten, Busch DANNY. *Alternative Investment Funds in Europe*. Oxford University Press, 2014, s. 314. ISBN 9780199657728.

k rizikovější třídě aktiv v porovnání s UCITS, které jsou zaměřeny právě pro širokou veřejnost.²³

V roce 2007 došlo k modernizaci zákona z roku 1991, avšak místo novelizace zákona se zákonodárce rozhodl pro zcela přepracovaný režim samostatného investičního fondu specificky zaměřeného na alternativní třídy aktiv. Zákon ze dne 13. února 2007 vytvořil nový právní a fiskální režim přizpůsobený požadavkům alternativní správy aktiv a došlo tak k vytvoření kategorie speciálních investičních fondů. Výměnou za liberálnější právní a regulační rámce byly fondy zřízené podle tohoto zákona dostupné pouze investorům, kteří se kvalifikovali jako dobře informovaní investoři.²⁴ Tento zákon byl změněn zákonem ze dne 12. července 2013 o správcích alternativních investičních fondů, který transponuje směrnici AIFMD a stanovuje požadavky platné pro alternativní investiční fondy.

Oblast fondů UCITS v současné době vychází ze zákona ze dne 17. prosince 2010 o subjektech kolektivního investování, který byl přijat v souvislosti se směrnicí UCITS IV. Tento zákon dělíme do dvou částí, kdy část I je založena na plném režimu UCITS, který je plně harmonizovaný dle této směrnice, část II se věnuje neharmonizovaným subjektům kolektivního investování.²⁵

Pro přehlednost tak autor poskytuje přehledný seznam stěžejních zákonů, které se věnují oblasti investičních fondů:

- Zákon ze dne 10. srpna 1915 o obchodních korporacích upravující právní formy investičních fondů
- Zákon ze dne 20. prosince 2002 o subjektech kolektivního investování
- Zákon ze dne 17. prosince 2010 novelizující zákon o subjektech kolektivního investování
- Zákon ze dne 15. června 2004 – týkající se investiční společnosti rizikového kapitálu (SICAR)
- Zákon ze dne 13. února 2007 o speciálních investičních fondech (SIF)
- Zákon ze dne 12. července 2013 o správcích alternativních investičních fondů (AIFM)
- Zákon ze dne 23. července 2016 o rezervovaných alternativní investičních fondech (RAIF)
- Zákon ze dne 21. července 2023 novelizující požadavky na AIF

²³ LODEWIJK, van Setten, Busch DANNY. *Alternative Investment Funds in Europe*. Oxford University Press, 2014, s. 316. ISBN 9780199657728.

²⁴ *Ibid.*, s. 315.

²⁵ V angličtině *undertakings for collective investments*.

1.3. Dohled a regulace v oblasti kolektivního investování

Dohled nad kapitálovým trhem a jeho rozsáhlá regulace jsou odůvodněny klíčovou rolí tohoto finančněprávního institutu pro správné fungování tržní ekonomiky jako celku. Nezbytnost regulace kapitálového trhu do značné míry souvisí s jeho stabilitou a důvěryhodností. Stabilní a důvěryhodné prostředí na kapitálovém trhu je klíčové pro motivaci jak institucionálních, tak retailových investorů k investování svých dočasně volných finančních prostředků prostřednictvím institucí působících na tomto trhu. Pro efektivní fungování kapitálového trhu je nezbytné, aby takové prostředí bylo zajištěno prostřednictvím veřejnoprávní regulace a dohledu, který vykonává nezávislá instituce.

V evropském měřítku rozeznáváme především Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), který v této oblasti představuje hlavní evropský orgán dohledu. ESMA sleduje systémové riziko za pomoci pravidelných externích a interních zpráv. Národní orgány dohledu tak mají vůči evropskému orgánu dohledu informační povinnosti například při povolovacích procesech pro zahraniční osoby. ESMA disponuje významnou pravomocí připravovat návrhy regulačních technických a prováděcích norem, které jsou po schválení Komisí EU závaznými pro výkon dohledové činnosti národními dohledovými orgány. ESMA také disponuje pravomocí k vynucování uplatňování finančního práva EU směrem k národním dohledovým orgánům. Za předpokladu, že dojde ke krizové situaci a národní orgány dohledu nejednají vhodně, může ESMA vůči těmto orgánům vydávat rozhodnutí.²⁶

1.3.1. Dohled a regulace v České republice

Ve světě existují různé modely finanční regulace a dohledu nad finančním trhem, které se v jednotlivých zemích liší v závislosti na ekonomických, právních a historických faktorech. Nejčastěji se setkáváme se sektorovým uspořádáním, kdy dohled nad různými sektory vykonávají samostatné instituce, nebo s integrovaným modelem, kde je dohled nad finančním trhem centralizován do jedné instituce. Česká republika v současnosti používá integrovaný model, zatímco například Francie a Lucembursko uplatňují sektorové uspořádání.

Historicky i v České republice existovalo sektorové uspořádání, kdy dohled nad jednotlivými sektory finančního trhu vykonávaly čtyři různé instituce. Mezi nimi byla například Komise pro cenné papíry, která měla na starosti dohled nad kapitálovým trhem. V roce 2006 však došlo k reorganizaci dohledu nad finančním trhem, při níž byly pravomoci těchto institucí

²⁶ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 59. ISBN 978-80-7598-212-4.

centralizovány pod Českou národní banku (ČNB).²⁷ Tato změna umožnila jednotnější přístup k regulaci a dohledu, a také lepší koordinaci v souladu s evropskou legislativou.

V rámci svého mandátu ČNB rozhoduje o žádostech o udělení licencí, povolení a registrací. Rovněž provádí kontrolu dodržování zákonů a přímo použitelných předpisů evropského práva, ke kterým je zmocněna.²⁸ Mezi její další činnosti patří získávání informací potřebných k výkonu dohledu, vymáhání opatření k nápravě, ukládání sankcí a vedení řízení o správních deliktech a přestupcích. Dohled ČNB se zaměřuje na subjekty a činnosti upravené nejen národní legislativou, ale také evropskými regulacemi, jako jsou obecné pokyny vydávané Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA). ČNB rovněž vydává vyhlášky, které konkretizují podmínky a pravidla stanovená zákony, čímž přispívají k větší transparentnosti regulace finančního trhu. Tyto vyhlášky mají charakter podzákonných právních předpisů a pokrývají například pravidla pro investiční fondy, kapitálové požadavky finančních institucí nebo metodiku pro kontrolu dodržování zákonných povinností.

ČNB vykonává dohled nad podnikáním na kapitálovém trhu, správou a administrací investičních fondů, nabízením investic do těchto fondů a dalšími regulovanými činnostmi. Její pravomoci jsou podrobně popsány v příslušných právních předpisech, včetně ZPKT a ZISIF. Dohled je vykonáván v souladu s cíli ČNB, mezi něž patří ochrana investorů, stabilita finančního trhu a dodržování pravidel hospodářské soutěže. Současný model dohledu v České republice představuje efektivní nástroj pro zajištění integrity finančního trhu a zároveň umožňuje flexibilní přizpůsobení evropským a mezinárodním standardům.

1.3.2. Dohled a regulace v Lucembursku

Hlavním orgánem dohledu v Lucembursku je Komise pro dohled nad finančním sektorem (dále pouze CSSF).²⁹ Tato instituce byla založena v roce 1998, kdy převzala určité kompetence Burzovní komise a Lucemburského měnového institutu v oblasti dohledu nad finančním sektorem. CSSF se podílí především na přípravě regulace, autorizaci subjektů v oblasti finančního sektoru, dohledu nad subjekty a výkonu rozhodnutí. CSSF aktivně dohlíží jak na samotné investiční fondy, tak i na obhospodařovatele, kteří tyto fondy spravují. Komise disponuje také možností udělovat sankce v případě určitých nedostatků. Pravomoci spojené s dohledem nad jednotlivými druhy fondů se odvíjí od toho, zda se jedná o fondy s lucemburským domicilem, či se jedná o fondy s evropským pasem. Zatímco v České

²⁷ VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Kontrola nad finanční činností*. Praha: Univerzita Karlova. Právnická fakulta, 2015, s. 96. ISBN 978-80-87975-40-4.

²⁸ *Ibid.*, s. 101.

²⁹ *The Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)*.

republike je tak dohled zaštiťován ČNB, která se podílí jak na dohledu, tak i na monetární politice, v Lucembursku můžeme nalézt specializovanou instituci, která se zabývá pouze samotným dohledem. CSSF vydává oběžníky³⁰ a tzv. *FAQs*, kterými upravuje jednotlivé sektory kapitálového trhu. V Lucembursku můžeme nalézt určité výjimky, kdy určité fondy nepodléhají schválení CSSF a v takových případech jsou dány podmínky, za kterých musí být orgán dohledu CSSF informován.³¹

2. Analýza investičních fondů a volba jejich právní formy

Investiční fondy představují klíčový nástroj kolektivního investování, který umožňuje efektivní alokaci kapitálu a rozložení rizika mezi široké spektrum investorů. Při jejich zakládání a správě hraje zásadní roli správná volba právní formy, která ovlivňuje nejen způsob fungování fondu, ale také jeho regulační rámec, daňové aspekty a atraktivitu pro investory. Tato kapitola se zaměřuje na analýzu investičních fondů z hlediska jejich právní klasifikace. Kromě dělení dle právní kvalifikace lze investiční fondy členit podle různých kritérií, přičemž nejčastěji se vychází z následujících hledisek:³²

- Podle investiční strategie, která určuje způsoby alokování kapitálu. Lze dělit na indexované fondy, fondy s aktivní či pasivní strategií.
- Podle složení portfolia, které se liší v závislosti na struktuře aktiv, která jsou v rámci fondu pořízována. Lze je tak dělit na akciové, dluhopisové, smíšené, nemovitostní a další.
- Podle rozdělování příjmů, které rozlišujeme na fondy důchodové, růstové nebo balancované.

Jednotlivé typy fondů vyžadují specifické právní a organizační uspořádání, které se liší podle požadavků investorů, regulatorních nároků a daňových podmínek v zemi, kde je fond registrován. Kapitola se bude věnovat nejen obecným charakteristikám těchto klasifikací, ale také jejich aplikaci v praxi s ohledem na českou a lucemburskou právní úpravu. Zvláštní pozornost bude věnována faktorům, které ovlivňují volbu právní formy fondu. Mezi ně patří například požadavky na regulaci a kapitálový základ, flexibilita při zakládání fondu a správě aktiv. Pro pochopení souvislostí bude v analýze zohledněn i evropský právní rámec, který poskytuje základ pro harmonizaci pravidel kolektivního investování napříč členskými státy

³⁰ V anglickém jazyce *circular*. Lze označit jako ekvivalent vyhlášek ČNB.

³¹ LEBBE, Isabelle, a kol. *Collective investment schemes in Luxembourg: Law and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2009, s. 19. ISBN 9780199559763.

³² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019, s. 828. ISBN 978-80-7598-212-4.

Evropské unie. Cílem této kapitoly je nejen popsat teoretické aspekty klasifikace investičních fondů, ale také poukázat na jejich praktické důsledky při výběru optimální právní formy, která odpovídá konkrétním potřebám a strategiím investorů.

2.1. Investiční fondy v České republice

Dle dřívější právní úpravy v ZKI mohla být investičním fondem pouze právnická osoba, jejímž předmětem je kolektivní investování a která má povolení ČNB k činnosti investičního fondu.³³ Investičním fondem se dle ZISIF nerozumí pouze fond kolektivního investování, který by byl právnickou osobou ve formě akciové společnosti, ale investiční fondy představují širší pojem a můžeme sem řadit také regulované struktury správy majetku, mezi které můžeme zařadit také svěřenské fondy či podílové fondy, které nedisponují právní osobností. V ZISIF se můžeme setkat také s pokoutnými investičními fondy a tzv. mini fondy, které nebudou předmětem této závěrečné práce. Samotnou definici investičního fondu bychom v ZISIF nenašli, avšak můžeme najít několik znaků, které jsou pro investiční fondy charakteristické. Mezi tyto charakteristické znaky patří zejména shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných hodnot od více osob, kolektivní investování těchto prostředků a profesionální správa majetku za účelem dosažení zisku pro investory.

Stejně jak v případě lucemburské úpravy, tak případě české se setkáváme s pojmem alternativní investiční fond. Dochází tak za užití negativního vymezení a vychází se z toho, že alternativní investiční fondy představují fondy, které nejsou fondy UCITS. Tyto fondy jsou nazývány také jako tzv. *non-UCITS* fondy. Mezi tyto fondy dle české úpravy můžeme řadit fondy speciální a fondy kvalifikovaných investorů.

2.1.1. Fondy kolektivního investování

Fondem kolektivního investování může být právnická osoba se sídlem v České republice, nebo podílový fond bez právní subjektivity. Za fond kolektivního investování se také považuje akciová společnost s proměnným základním kapitálem (SICAV), jejímž účelem je shromažďovat peněžní prostředky alespoň od dvou fondů kolektivního investování. Fondy kolektivního investování můžeme označit za investiční fondy, které jsou určeny pro veřejnost.

Standardní fondy

Standardní fond v českém právu představuje fond kolektivního investování, který splňuje požadavky směrnice UCITS a je zapsán v seznamu vedeném ČNB. Standardní fond

³³ § 4 odst. 1 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

může být založen pouze ve formě otevřeného podílového fondu nebo SICAV (akciová společnost s proměnným základním kapitálem).³⁴ Česká úprava standardních fondů plně reflektuje směrnici UCITS, která harmonizuje pravidla pro tyto fondy v rámci Evropské unie. Standardní fondy jsou určeny především pro retailové zákazníky a mohou být díky evropskému pasu obhospodařovány investičními společnostmi z jiných členských států a nabízeny investorům v celé EU. Standardní fondy mají omezenou skladbu majetku fondu, kdy nemohou nabývat pouze omezené prostředky, kterými jsou především investiční cenné papíry, nástroje peněžního trhu, či finanční deriváty. Standardní fond nemůže investovat více než 5 % hodnoty majetku do nástrojů vydaných jedním emitentem. Pokud je to uvedeno ve statutu standardního fondu, může do nástrojů jednoho emitenta investovat až 20 %.³⁵

Speciální fondy

Speciální fondy jsou zbytkovou podkategorií fondů kolektivního investování a jsou jimi všechny fondy kolektivního investování, které nejsou standardními fondy. Speciální fondy mohou mít formu jak akciových společností, včetně SICAV, tak i uzavřených a otevřených podílových fondů. Obhospodařovatelem speciálního fondu může být pouze subjekt oprávněný spravovat aktiva přesahující rozhodný limit, což znamená, že musí splňovat požadavky směrnice AIFMD.³⁶ Oproti standardním fondům obhospodařovatel nemusí být zároveň administrátorem. Speciální fondy mohou využívat výhody evropského pasu, což umožňuje jejich obhospodařování investičními společnostmi z jiných členských států EU. Investorům je zároveň zajištěna obdobná ochrana investic jako u standardních fondů.

Na rozdíl od standardních fondů, které mají omezený výčet přípustných aktiv, mohou speciální fondy investovat i do komodit nebo nemovitostí. Tento širší investiční záběr je vhodný například pro specifické projektové investice.³⁷ Speciální fondy mohou investovat maximálně 20 % portfolia do investičních cenných papírů a do nástrojů peněžního trhu vydaného jedním emitentem.³⁸

³⁴ § 100 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

³⁵ § 17 odst. 2 nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování.

³⁶ § 6 odst. 4 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

³⁷ § 45 odst. 1 nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování.

³⁸ Ibid., § 63 odst. 1.

2.1.2. Fondy kvalifikovaných investorů

Fondy kvalifikovaných investorů spolu se speciálními fondy řadíme mezi alternativní investiční fondy. Tyto fondy shromažďují peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od více investorů. Předmětem vkladu tak mohou být také nemovité věci, know-how, pohledávky nebo podíly v obchodních korporacích. U fondů kvalifikovaných investorů platí pravidlo, že jej vytváří více investorů, tudíž alespoň 2. To neplatí v případě, že je investorem stát, mezinárodní finanční organizace nebo právnická osoba, která je podřízená ústřednímu orgánu správy.³⁹ Tyto fondy mají na výběr z většího množství přípustných právních forem a nejsou tak omezeny pouze na podílový fond, či akciovou společnost. Fond kvalifikovaných investorů, který investuje jako fond peněžního trhu, může být pouze založen jako otevření podílový fond nebo SICAV. Fondy kvalifikovaných investorů jsou charakteristické tím, že se nejedná o UCITS fondy, tudíž nejsou určeny pro retailové zákazníky a investiční strategie těchto fondů tak může být rizikovější, než je tomu v případě standardních fondů.

Definice kvalifikovaného investora vychází z lucemburské úpravy, kde se setkáváme s tzv. dobře informovaným investorem.⁴⁰ Dle § 272 ZISIF jsou kvalifikovanými investory všechny osoby, které jsou uvedeny v § 2a odst. 1 a 2 ZPKT a jsou označovány jako profesionální investoři. Kvalifikovaný investor je také investor, jehož investice do investičních fondů, které jsou považovány za fondy kvalifikovaných investorů činí alespoň 125 tisíc EUR, případně 1 milion korun za předpokladu, že administrátor fondu kvalifikovaných investorů písemně potvrdí, že na základě získaných informací se důvodně domnívá, že tato investice odpovídá finančnímu zázemí, investičním cílům a odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investic investující osoby. U kvalifikovaných investorů se tak vyžaduje, aby po vzoru EuVECA podepsal prohlášení, ve kterém akceptuje rizika, která jsou s danými investicemi spojena. Účelem tohoto požadavku bylo nahradit nevhodný test dle MiFID a zároveň zajistit, že se fondy kvalifikovaných investorů nestanou záležitostí retailových investorů.⁴¹ Jednotlivé investice kvalifikovaného investora lze sčítat, avšak musí tuto hodnotu tvořit po celou dobu. Pokud výše vkladů nebo investic v průběhu klesne v důsledku jednání investora, přestává tak být kvalifikovaným investorem.

³⁹ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 323. ISBN 978-80-7478-783-6.

⁴⁰ Důvodová zpráva k zákonu č 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, K § 272.

⁴¹ Ibid. K § 272.

2.2. Investiční fondy v Lucembursku

Fondy UCITS

Fondy UCITS představují identický ekvivalent českých standardních fondů, které mohou být nabízeny široké veřejnosti a z toho důvodu se řadí mezi nejvíce regulované fondy. UCITS jsou spolu s fondy podle části II zákona z roku 2010 řazeny mezi tzv. *UCI*⁴² a díky evropskému pasu mohou být na základě oznámení nabízeny napříč Unii. Fondy UCITS usazené v Lucembursku často slouží jako domicil pro mimounijní správce aktiv, kteří využívají lucemburského domicilu pro vstup na unijní trh. UCITS fondy mohou být založeny ve formě otevřeného podílového fondu, SICAV nebo SICAF. Základní kapitál musí činit alespoň 1,25 milionu EUR a této částky musí být dosaženo nejpozději do šesti měsíců od registrace.⁴³ Aktiva UCITS mohou být investována do převoditelných cenných papírů a nástrojů peněžního trhu, se kterými se obchoduje na trhu v Lucembursku nebo jiném členském státě.⁴⁴

Alternativní investiční fondy

Lucemburské alternativní investiční fondy vycházejí ze stejného základu, jak je tomu v případě české úpravy, tj. že se jedná o fondy, které nejsou fondy UCITS. AIF se sídlem v Lucembursku musí být spravovány správcem, který zajišťuje dodržování pravidel podle lucemburského zákona o AIFM. Správce může podléhat buď zjednodušenému registračnímu režimu, nebo plnému režimu. V případě, že fond podléhá plnému režimu a splňuje požadavky směrnice AIFMD, může tak na základě evropského pasu být nabízen i profesionálním investorům v zahraničí. Pokud byl založen na základě zjednodušeného registračního režimu, může být nabízen pouze v Lucembursku, ale může být nabízen také retailovým zákazníkům.⁴⁵ Kromě investiční společnosti může být správcem i samotný fond, pokud to umožňuje jeho právní forma. S výjimkou fondů dle části II zákona z roku 2010 mohou být investice poskytovány pouze dobře informovaným investorům, kterými jsou institucionální investoři, profesionální investoři a všichni ostatní investoři, kteří:

- Písemně prohlásili, že jsou dobře informovanými investory
- Investují do SIF/SICAR/RAIF minimálně 100 000 EUR, nebo

⁴² V překladu se jedná o tzv. subjekty kolektivního investování, což odpovídá české úpravě fondů kolektivního investování.

⁴³ Čl. 23 lucemburského zákona ze dne 17. prosince 2010 o subjektech kolektivního investování.

⁴⁴ Kapitola 5 článek 41 odst. 1 zákona z roku 2010 o subjektech kolektivního investování.

⁴⁵ EY. Investment Funds in Luxembourg 2023. *EY Luxembourg*, 2023, s. 8. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_lu/functional/forms/download/23/download-2023-investment-funds-in-luxembourg

- Získali posudek od úvěrové instituce, investičního podniku nebo investiční společnosti, který potvrzuje jeho odborné znalosti ⁴⁶

Vzhledem k tomu, že jsou tyto fondy méně regulované, než jsou fondy UCITS, mohou tak mít více investičních strategií a investovat do většího množství aktiv. Tyto fondy tak mohou mít podobu *hedgeových, real estate, private equity*, infrastrukturních nebo dluhových fondů.

Podle zákona o správcích AIF mohou být alternativní fondy založeny jako:

- Evropské fondy dlouhodobých investic (ELTIF)
- Fondu schváleného dle části II dle zákona ze dne 17. prosince 2010 o fondech
- Investiční společnost v oblasti rizikového kapitálu (SICAR) dle zákona ze dne 15. června 2004
- Specializovaný fond (SIF) dle zákona ze dne 13. února 2017
- Rezervovaný alternativní investiční fond (RAIF) dle zákona ze dne 23. července 2016

Pro účely této práce nebude věnován prostor neregulovaným alternativním investičním fondům, tzv. SOPARFI, které se řadí mezi kategorii AIF. Tyto fondy se řídí úpravou lucemburského zákona z roku 1915 a mají odlišnou povahu, než je tomu v případě ostatních AIF.

AIF dle části II zákona z roku 2010

Fondy podle části II zákona z roku 2010 o investičních společnostech představují AIF, jejichž podílové jednotky mohou být nabízeny veřejnosti, a nejsou tak určeny pouze pro tzv. dobře informované investory. Tyto fondy mají hodně společného s fondy UCITS, avšak vždy nespĺňují alespoň jednu podmínku pro to, aby byly jako tyto fondy označeny. Právní rámec je tak do značné míry bližší UCITS než AIF. Tyto fondy jsou do značné míry protikladem českého speciální fondu s tou výjimkou, že zatímco v minulosti mohly být tyto fondy založeny pouze ve formě akciové společnosti nebo podílového fondu, po novele zákona mohou mít nově také formu společnosti s ručením omezeným, komanditní společnosti, speciální komanditní společnosti a komanditní společnosti na akcie v případě, že jsou tyto fondy spravovány externím správcem, čímž se od českých speciálních fondů liší. V případě, že se jedná o samosprávný fond nebo fond obhospodařovaným podlimitním správcem, tato možnost se tak na něj nevztahuje.⁴⁷

⁴⁶ Čl. 2 lucemburského zákona ze dne 13. února 2007 o specializovaném investičním fondu.

⁴⁷ Fondy podle části II zákona o subjektech kolektivního investování (UCI). Lucemburk: ALFI, 2024. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/uci-part-ii-funds>

Výhodu tohoto typu fondu lze spatřovat v tom, že může investovat většího množství aktiv, ale zároveň ho lze poskytovat širokému množství potenciálních investorů. Fond podle části II podléhá schválení CSSF a základní kapitál podílového fondu musí činit alespoň 1,25 milionu EUR. V případě SICAV 300 tisíc EUR.⁴⁸ Kromě zákona o investičních společnostech tyto fondy podléhají také úpravě zákona o AIFM. Fondy podle části II spravované autorizovaným správcem AIF z EU mohou využívat evropský pas, který správcům AIF umožňuje nabízet tyto fondy investorům v rámci EU prostřednictvím režimu oznamování mezi regulátory.⁴⁹

Specializované fondy (SIF)

Hlavním cílem a zároveň také výhodou specializovaných investičních fondů je možnost kolektivního investování do všech druhů aktiv. Na specializovaný investiční fond se uplatňuje lucemburský zákon ze dne 13. února 2007 (zákon o SIF). Tento zákon je rozdělen na dvě části, kdy první, obecná ustanovení jsou platná pro všechny SIF. Druhá část obsahuje zvláštní ustanovení pro SIF, které se kvalifikují jako AIF a musí být spravovány licencovaným správcem alternativních investičních fondů. SIF může být založen jako podílový fondy, investiční fondy s proměnným kapitálem (SICAV), nebo investiční společnost s fixním kapitálem (SICAF). SIF může být otevřený nebo uzavřený a může být zřízen jako samostatný fond nebo jako zastřešující struktura sestávající z více podfondů. Aktiva fondu musí dosahovat alespoň 1,25 milionu do 24 měsíců od autorizace CSSF, přičemž alespoň 5 % z této částky musí být zapláceno již při úpisu.⁵⁰ Před zahájením činnosti musí SIF získat povolení od CSSF, avšak v minulosti nebylo pro založení SIF povolení zapotřebí. Postup schvalování SIF byl zaveden až zákonem dne 26. března 2012, kterým se mění zákon ze dne 13. února 2007. ⁵¹ SIF, který se kvalifikuje jako AIF, a na který se nevztahuje výjimka obsažená v zákoně AIFM, je povinen jmenovat správce.⁵² SIF kvalifikovaný jako AIF, který je spravován licencovaným správcem z EU, může požívat evropského pasu. Tento pas umožňuje správci nabízet akcie nebo podíly na SIF profesionálním investorům v rámci EU prostřednictvím oznamovacího režimu mezi regulačními orgány. SIF je dostupný pouze pro tzv. dobře informované investory, kteří jsou schopni adekvátně posoudit rizika spojená s investicí do takového nástroje.

⁴⁸ Fondy podle části II zákona o subjektech kolektivního investování (UCI). Lucemburk: ALFI, 2024. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/uci-part-ii-funds>

⁴⁹ LODEWIJK, van Setten, Busch DANNY. *Alternative Investment Funds in Europe*. Oxford University Press, 2014, s.322. ISBN 9780199657728.

⁵⁰ Čl. 21 lucemburského zákona ze dne 13. února 2007 o specializovaném investičním fondu.

⁵¹ Ibid., s. 316.

⁵² Ibid.

Na SIF se vztahuje povinnost rozložení rizika, což má za následek, že SIF nemůže investovat více než 30 % svých aktiv do cenných papírů stejného typu vydaných stejným emitentem. Dále SIF nesmí držet krátkou pozici, ve které by bylo alokováno více než 30 % aktiv. V případě investování do finančních derivátových nástrojů SIF musí zajistit srovnatelné rozložení rizika za pomoci vhodné diverzifikace podkladových aktiv. Stejným způsobem musí být omezeno riziko protistrany v mimoburzovních transakcích v závislosti na kvalitě a kvalifikaci protistrany.⁵³

SICAR

Investiční společnost v oblasti rizikového kapitálu představuje investiční nástroj určený především pro investování do *venture capital a private equity*. Pro případ realizace investiční strategie může SICAR využívat derivátové nástroje za účelem zajištění, avšak tyto investice nemohou být hlavním předmětem investiční strategie.⁵⁴ SICAR je určený výhradně pro dobře informované investor a podléhá autorizaci povolení CSSF. Základní kapitál SICAR musí činit alespoň 1 milion EUR a musí být splacen do 24 měsíců od založení. Fond musí být registrován v Lucembursku a jeho ústředí správa musí být zřízena v této zemi. Investiční fond může být také kótován na burze cenných papírů v závislosti na právní formě, pod kterou je tento nástroj v Lucembursku registrován. Ačkoliv tento druh fondu poskytuje zajímavé daňové zvýhodnění, je v porovnání s ostatními formami spíše méně využívanou formou.⁵⁵

RAIF

Vyhrazený alternativní investiční fond byl zakotven zákonem 23. července 2016. Tento druh fondu byl zaveden za účelem umožnit investorům fondů strukturovat typ alternativního investičního fondu, který by obsahoval právní a daňové prvky režimů SIF a SICAR, avšak i přesto by zůstal neregulovaný. Cílem režimu RAIF je tak minimalizování nejistoty, která může vzniknout při zakládání a hospodaření fondu, a to především díky absenci nutnosti předchozího povolení a průběžného přímého dohledu ze strany CSSF. Tato informace musí být také uvedena v nabídkovém dokumentu fondu.⁵⁶ Založení RAIF musí být osvědčeno notářským zápisem a dále musí být zajištěno, aby byl RAIF do 10 dnů od svého založení zapsán do lucemburského obchodního rejstříku a rejstříku společností.

⁵³ Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 07/309.

⁵⁴ Kapitola 2 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 06/241.

⁵⁵ LODEWIJK, van Setten, Busch DANNY. *Alternative Investment Funds in Europe*. Oxford University Press, 2014, s. 319. ISBN 9780199657728.

⁵⁶ Reserved Alternative Investment Fund (RAIF). In Alfi.lu [online]. [cit. 2024-12-08]. Dostupné z Dostupné z: [https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-\(luxembourg-reserved-alternative-investment-f](https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-(luxembourg-reserved-alternative-investment-f)

RAIF může být založen jako podílový fond bez právní osobnosti nebo jako SICAV nebo SICAF. RAIF může být jak otevřený, tak i uzavřený fond a může být zřízen jako samostatný fond, či jako zastřešující struktura sestávající se z více podfondů.⁵⁷ Aktiva fondu musí přesáhnout alespoň 1,25 milionu EUR do 24 měsíců od jeho založení. RAIF nepodléhá schválení CSSF a musí být spravován autorizovaným správcem, kdy CSSF je informována o jeho činnosti prostřednictvím správce, což zajišťuje nepřímou kontrolu.⁵⁸

Na RAIF se nevztahuje žádný požadavek na minimální, či maximální počet investorů. Fond RAIF může investovat do jakékoliv třídy aktiv a podle jakékoliv investiční politiky nebo strategie s výjimkou případů, kdy se rozhodne pro daňový režim SICAR, kdy je omezen v případě investic do rizikového kapitálu. RAIF musí dodržovat minimální požadavek na diverzifikaci rizika, které stanovuje maximální expozici na 30 % z celkového vázaného kapitálu nebo čisté hodnoty aktiv (NAV). Tento požadavek na diverzifikaci se neuplatňuje, pokud fond investuje výhradně do kvalifikovaných investic do rizikového kapitálu.

2.3. Právní formy investičních fondů

2.3.1. Právní formy v České republice

Zákonem ZISIF se rozšířila možnost právních forem investičních fondů s ohledem na praxi, která je obvyklá v zahraničí, kdy největší inspirací bylo zejména Lucembursko. Umožňují se tak i jiné právní formy než akciová společnost a podílové fondy, o kterých bude psáno níže. Rozšiřuje se tak úprava akciové společnosti s proměnným základním kapitálem, která může být také standardním fondem. Dále se zákonem ZISIF rozšiřují další právní formy pro fondy kvalifikovaných investorů. Pro účely *private equity* a *venture capital* fondů se v případě komanditní společnosti zavádí možnost vtělit obchodní podíl komanditistů do cenného papíru. Jedná se tak o komanditní společnost na investiční listy.⁵⁹

Právní formy dle ZISIF

Při zakládání investičního fondu je nutná volba vhodné právní formy, která bude odpovídat daným potřebám. Za existence ZKI byly přípustné pouze dvě právní formy: podílový fond a akciová společnost. V rámci ZISIF došlo k reflektování zahraniční praxe a rozšíření možnosti právních forem. V případě fondů kolektivního investování ZISIF připouští jako právní formy podílový fond a akciovou společnost. Dále specifikuje omezení pro případy

⁵⁷ V anglickém originále *umbrella fund*.

⁵⁸ Kapitola 3 čl. 25 lucemburského zákona ze dne 23 července 2016 o vyhrazených alternativních investičních fondech.

⁵⁹ Důvodová zpráva k zákonu č 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, K § 100 a 101.

fondů, kde je možné použít formu otevřeného podílového fondu, či akciové společnosti s proměnným základním kapitálem. Fondy kvalifikovaných investorů mají více možností pro zvolení právní formy, jakožto podílový fond, svěřenský fond, komanditní společnost, společnost s ručením omezeným, akciová společnost, evropská společnost či družstvo. I zde nalezneme omezení, kdy v případě, kdy fond kvalifikovaných investorů investuje jako fond peněžního trhu, může být pouze otevřený fond nebo akciová společnost s proměnným základním kapitálem.

Podílový fond

Podílový fond u nás představuje základní typ investičního fondu, který je tvořen měním a vlastnické právo k majetku v podílovém fondu náleží společně všem podílníkům v poměru podle hodnoty jimi vlastněných podílových listů.⁶⁰ Mezi přední znaky podílového fondu můžeme zařadit také to, že se nejedná o právnickou osobu a podílový fond tak nemá právní osobnost.⁶¹ Z důvodu absence právní osobnosti je tak zapotřebí, aby byl podílový fond obhospodařován obhospodařovatelem. Ten tak koná vlastním jménem na účet fondu a je také zavázán z právního jednání učiněného před vznikem podílového fondu. Jelikož podílový fond nemá právní osobnost a není obchodní společnost, nemá obchodní firmu. Podílový fond musí mít označení, které musí obsahovat slova „podílový fond“ s určením, zda se jedná o „otevřený“ nebo „uzavřený“.⁶²

Podílový fond je dále tvořen jméním, kdy jeho podstatná část majetkové povahy je shromážděna od investorů, kteří se tak stávají podílníky. Podílníci neručí za dluhy podílového fondu. Správu majetku v investičním fondu má na starosti odborný management a podílníci se na ní nepodílejí. Podílníci se tak nepodílejí ani na přijímání rozhodnutí, která se týkají podílového fondu. Mohou tak činit pouze prostřednictvím shromáždění podílníků, pokud je zřízeno, a to pouze o otázkách, které jsou v jeho působnosti. Svou účast na fondu, která je představována podílovým listem, mohou podílníci převádět na jiné osoby.

Dle české právní úpravy rozlišujeme dvě základní kategorie podílových fondů, otevřené a uzavřené podílové fondy. V případě otevřených podílových fondů vždy existuje oprávnění podílníka požádat o odkoupení svého podílového listu na účet podílového fondu. Počet podílových listů, které může podílový fond vydat, není omezen. Podílníci nemají nárok na vydání reálného podílu či případné rozdělení podílového fondu. Mohou využít nároku

⁶⁰ § 102 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁶¹ Ibid., § 103.

⁶² Ibid., § 129 a § 143.

na odkoupení svých podílových listů a získat tak peněžité protiplnění, které se odvíjí od jejich aktuální hodnoty. Doba pro využití práva na odkup se může v závislosti na jurisdikci lišit a obhospodařovatel tak může stanovovat určitou dobu pro využití tohoto práva. V českém právu se vychází z toho, že je na úvaze podílníka, kdy svého nároku na odkup využije.⁶³ Doba povinného odkupu ze strany podílového fondu se značně v závislosti na tom, o jaký fond se jedná. V případě běžného standardního fondu musí administrátor zajistit odkoupení podílového listu do 2 týdnů, avšak v případě investičního fondu, který investuje do nemovitostí to může být až do doby 2 let.⁶⁴ V případě uzavřeného podílového fondu podílník toto právo nemá. V praxi známe i další typy podílových fondů, například růstové a dividendové, které se liší v tom, zda je nabytý výnos dále reinvestován, nebo vyplácen podílníkům na účet. Můžeme se setkat také s podílovým fondy, které jsou obchodovány na regulovaném trhu, tzv. *exchange traded funds*. V České republice tento typ nemá zastoupení, avšak v zahraničí se jedná o oblíbenou variantu z důvodu značné likvidity.⁶⁵

Svěřenský fond

Občanský zákoník přinesl nový institut svěřenského fondu, který lze považovat za českou formu podobnou trustu. Inspirací zákonodárce byl quebecký občanský zákoník, ze kterého tuto úpravu převzal včetně zvláštní úpravy správy cizího majetku. Svěřenský fond tak představuje jmění, které vzniklo vyčleněním majetku a následně slouží k určitému účelu. Vyčleněný majetek tak není ve vlastnictví správce ani zakladatele, případně také není ve vlastnictví osoby, které má být ze svěřenského fondu plněno. Obecný svěřenský fond může být založen jak za libovolným soukromým účelem, který pouze nemůže být v rozporu s veřejným pořádkem a dobrými mravy, tak i za veřejně prospěšným účelem, kde existuje podmínka zákazu dosahování zisku a provozu závodu.⁶⁶ V případě investičního svěřenského fondu musí být cílem investování prostředků na základě určité strategie a zhodnocení prostředků fondu.⁶⁷

Svěřenský fond jakožto investiční fond musí splňovat obecné podmínky, které se vážou k investičním fondům dle ZISIF. Správcem svěřenského fondu může být pouze investiční společnost nebo zahraniční osoba s povolením dle § 481 ZISIF⁶⁸ Statut svěřenského fondu není

⁶³ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 394. ISBN 978-80-7478-783-6.

⁶⁴ § 132 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁶⁵ *Ibid.*, s. 344.

⁶⁶ § 1449 odst. 3 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

⁶⁷ § 95 odst. 1 písm. c) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁶⁸ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 426. ISBN 978-80-7478-783-6.

vydáván zakladatelem, ale jeho obhospodařovatelem. Pro vznik investičního svěřenského fondu je nezbytná písemná smlouva. Vytvoření svěřenského fondu za pomoci vyčlenění majetku, z již existujícího fondu kolektivního investování je zakázáno z důvodu, aby bylo zamezeno vyvádění majetku z fondu.⁶⁹

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem

Akciová společnost s proměnným kapitálem známá také jako SICAV vychází z tradice lucemburských investičních fondů, které historicky využívají tuto právní formu. Jedná se o zvláštní formu akciové společnosti, na kterou se v případech, které nejsou upraveny speciální právní úpravou v ZISIF, použije obecná úprava dle zákona o obchodních korporacích a občanského zákoníku. Oproti běžné akciové společnosti lze největší rozdíl spatřit v tom, že vydává investiční akcie, se kterými je spojeno právo akcionáře na jejich zpětné odkoupení akciovou společností. Akcionáři by tak měli mít možnost kdykoliv ukončit svoji účast prodejem akcií zpět společnosti. Základní kapitál SICAV je tak tvořen dvěma kategoriemi. Jednou je základní kapitál tvořen zakladatelskými akciemi, se kterými nemůže být spojeno právo na její odkoupení na účet společnosti a ani jiné další právo. Druhou kategorií jsou právě investiční akcie, se kterými je spojeno právo na jejich odkoupení, které odkoupením nezanikají. Celková výše základního kapitálu je tak stanovena součtem těchto dvou složek a může se měnit v závislosti na celkové hodnotě aktiv investičního fondu.⁷⁰

Výhodou SICAV lze vidět v existenci právní subjektivity v kombinaci s výhodami otevřeného podílového fondu. Zatímco existence právní subjektivity napomáhá ochraně majetku akcionářů a vede k větší míře zapojení do rozhodovacích procesů, existence výhod otevřeného fondu vede k vyšší likviditě investice.⁷¹ Na druhou stranu nevýhodou SICAV může být situace, kdy kvůli existenci proměnného základního kapitálu dojde k situaci, kdy se základní kapitál fondu dostane pod jeho stanovami nebo zákonem vyžadovanou spodní hranici. V ten moment může dojít k tomu, že SICAV pozastaví odkup investičních akcií od investorů, což má za následek znemožnění vystoupení z fondu.⁷² Samotné podmínky odkupu investičních akcií tak upravují přímo stanovy. SICAV může existovat buď jako fond kolektivního investování, tj. standardní nebo speciální fond, tak i jako fond kvalifikovaných investorů.⁷³ Kvůli existenci proměnného kapitálu a možnosti kdykoliv vystoupit je tak SICAV

⁶⁹ Ibid., s. 422.

⁷⁰ § 162 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁷¹ Ibid. str. 430.

⁷² § 134 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁷³ § 100 a 101 odst. 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

otevřeným investičním fondem, čímž se téměř rovná otevřenému podílovému fondu s tím rozdílem, že investorům náleží také akcionářská práva a mají tak vliv na řízení fondu.

Dříve byla pro SICAV obligatorní povinnost mít monistický systém vnitřní struktury, avšak po novele již může mít SICAV i dualistickou strukturu s představenstvem a dozorčí radou.⁷⁴ Novelou také došlo ke snížení minimální výše zapisovaného základního kapitálu, který tak může činit alespoň 1 korunu. Stále je nutné respektovat povinnou minimální výši počátečního kapitálu dle § 29 ZISIF.

Pokud to stanovy SICAV připouštějí, může vytvářet podfondy, které jsou majetkově oddělenou částí jmění od hlavního fondu. Výhodu podfondů můžeme spatřovat v tom, že investiční fond nemusí pro aplikování odlišných investičních strategií zakládat další fondy, ale zakládá pouze další podfondy, což snižuje administrativní a ekonomickou zátěž. Veškerý majetek se nachází v dispozici investičního fondu, který je účetně oddělen dle jednotlivých podfondů. V případě předlužení jednoho podfondu nelze majetek použít pro pokrytí závazků z jiného podfondu, tudíž se investor nemusí obávat ztráty aktiv v případě, že je jiný podfond předlužený. Do obchodního rejstříku se zapisuje pouze investiční fond a jednotlivé podfondy se již neuvádí, jelikož podfond sám není právnickou osobou, ale musí zde být uvedeno, že investiční fond může vytvářet podfondy.⁷⁵ V důsledku to znamená, že podfondy jsou formálně vázány na hlavní fond, který je sám investičním fondem, avšak majetkově se bude jednat o samostatné entity. Akcionáři se tak stávají vlastníky podílu, který se váže pouze ke konkrétnímu podfondu. Stejně tak se nárok akcionářů na podíl na zisku, či likvidačním zůstatku váže pouze k tomuto konkrétnímu podfondu.

Komanditní společnost na investiční listy

Komanditní společnost na investiční představuje novou právní formu, která byla zavedena až s příchodem ZISIF, kdy zákonodárci chtěli reflektovat zahraniční úpravu, ve které se můžeme setkat s tzv. *limited liability partnership*. V případě Lucemburska se jedná o oblíbenou variantu komanditní společnosti na akcie (*société en commandité per actions* – SCA). Tato forma komanditní společnosti se odlišuje především vydáváním investičních listů, které jsou spjaty s jednotlivými podíly. Dle ZISIF jí může být pouze investiční fond a může mít pouze jednoho komplementáře, který ručí za dluhy neomezeně. Oproti tomu komanditisté, bez ohledu na rozsah splnění jejich vkladové povinnosti, za dluhy společnosti neručí.

⁷⁴ Čl. 5 bod 28. zákona č. 148/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁷⁵ § 165 odst. 5 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Jedná se tak o speciální ustanovení, které vylučuje úpravu obsaženou v § 118 odst. 2 zákona o obchodních korporacích. Komanditista tak v daném případě představuje investora, jehož přínos lze spatřovat především v poskytnutí kapitálu, komplementářem je správce, který má na starosti obchodní vedení a podílí se na každodenním řízení fondu.⁷⁶ Investorem se může stát pouze kvalifikovaný investor, jelikož komanditní společností na investiční listy může být pouze fond kvalifikovaných investorů.⁷⁷

Tato právní forma usnadňuje účast především finančním institucím, jelikož držba cenných papírů je pro ně do značné míry přijatelnější než držba obecné majetkové účasti s neomezeným ručením za závazky.⁷⁸ Předním důvodem, který vedl k začlenění této varianty mezi přípustné formy, byla potřeba nabídnout vhodnou formu pro zakládání investičních fondů pro varianty typu *private equity*, jelikož se jedná o právní formu, která se pro tento typ investic nejčastěji využívá. Tato forma je kromě výhodného daňového režimu oblíbená také především proto, že je v daném případě značná možnost autonomní úpravy vnitřních vztahů dle potřeb investorů, jelikož tyto struktury jsou velmi málo regulovány. Důkazem je tak i česká právní úprava, jelikož z důvodu absence většího množství kogentních ustanovení, která by se uplatňovala na komanditní společnost, je možné ve společenské smlouvě upravit celou řadu otázek.⁷⁹

2.3.2. Právní formy investičních fondů v Lucembursku

V Lucembursku rozlišujeme základní tři právní formy investičních fondů, které se do značné míry podobají těm českým. Těmito formami jsou podílové fondy (FCP), investiční společnosti s proměnným kapitálem (SICAV) a investiční společnosti s fixním kapitálem (SICAF). Statisticky nejvíce zastoupenými jsou SICAV a podílové fondy, zatímco SICAF se vyskytuje pouze výjimečně. Stejně jak je tomu v případě české úpravy, podílový fond musí být spravován externím obhospodařovatelem, zatímco SICAV/SICAF mohou být založeny také jako samosprávné fondy. Správcovská společnost FCP musí případně vypracovat statut správy podílového fondu. Samosprávné fondy SICAV/SICAF mohou spravovat pouze aktiva svého vlastního portfolia a nesmí spravovat aktiva jménem třetí strany. Zatímco v případě UCITS je značně omezený výběr právní formy, které musí mít vždy strukturu otevřeného fondu,

⁷⁶ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 446. ISBN 978-80-7478-783-6.

⁷⁷ § 101 odst. 1 písm. c) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁷⁸ Důvodová zpráva k zákonu č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, K § 170.

⁷⁹ *Ibid.*, s. 445.

v případě AIF mohou být i další právní formy a mohou mít jak otevřenou, tak i uzavřenou strukturu a volba právní formy je tak do značné míry volnější.

Hlavním rozdílem oproti české úpravě je v tom, že SICAV není pouze akciovou společností, ale proměnný základní kapitál tak mohou mít i ostatní právní formy. Tyto typy fondů pak následně mohou být aplikovány pro jednotlivé právní formy obchodních korporací v závislosti na tom, zda se jedná o standardní, či alternativní investiční fondy. SICAV, který přijal formu komanditní společnosti, komanditní společnosti na akcie nebo zvláštní komanditní společnosti, může obhospodařovat správce, kterým může být buď správce usazený v Lucembursku, který má povolení podle kapitoly 2 zákona ze dne 12. července 2013, nebo správce usazený v jiném členském státě nebo ve třetí zemi, který má povolení podle směrnice AIFMD.⁸⁰

Proces založení lucemburského fondu závisí na jeho právní formě. Fondy podle části II mohou mít pouze formu akciové společnosti nebo podílového fondu. Zbylé AIF jako SIF, SICAR, RAIF nebo SOPARFI mohou být založeny v některé z následujících forem:

- Akciová společnost (*société anonyme* – SA)
- Družstvo ve formě společnosti s ručením omezeným (*société coopérative organisée comme une société anonyme* – COOPSA)
- Komanditní společnost (*société en commandite simple* – SCS)
- Komanditní společnost na akcie (*société en commandite par actions* – SCA)
- Společnost s ručením omezeným (*société à responsabilité limitée* – SARL)
- Speciální komanditní společnost (*société en commandite spéciale* – SCSp)
- Komanditní společnost na akcie (*société en commandite par actions* – SCA)

Dále mohou mít AIF formu veřejné obchodní společnosti (*société en nom collectif* – SNC) a případně také družstva ve formě společnosti s ručením omezeným (*société coopérative organisée sous forme de société anonyme* – COOPSA), ale vzhledem k tomu, že tyto právní formy nemají v oblasti investičních fondů příliš velké zastoupení, nebude jim v této kapitole věnováno více prostoru.

Podílový fond

Podílový fond (*fonds commun de placement* – FCP) je charakterizován smluvní dohodou, která je uzavřena mezi investory fondu a obhospodařovatelem, který je pověřen správou fondu. Lucemburský podílový fond nemá právní subjektivitu a musí mít lucemburského obhospodařovatele. Minimální kapitál podílového fondu činí alespoň 1,25 milionu EUR,

⁸⁰ Kapitola 12 čl. 93 lucemburského zákona ze dne 17. prosince 2010 o subjektech kolektivního investování.

kdy tato výše musí být splněna nejpozději do šesti měsíců od povolení k činnosti fondu. V době registrace fondu musí být splněno alespoň 5 % z této částky. Podílníci podílového fondu nemají obecně žádnou kontrolu nad tímto fondem a neexistuje ani obecný požadavek na schůzi podílníků. Právní formu podílového fondu si mohou zvolit všechny druhy fondů s výjimkou SICAR.⁸²

Akciová společnost

Akciová společnost (*société anonyme* – SA) představuje obchodní společnost, která ručí za závazky společnosti do výše jejího majetku. Akcionáři ručí do výše svých příslušných vkladů. K založení akciové společnosti je potřeba alespoň jedné fyzické nebo právnické osoby bez ohledu na její státní příslušnost. Minimální základní kapitál akciové společnosti činí 30 tisíc EUR a v době založení akciové společnosti musí být splaceno alespoň 25 % nominální hodnoty každé akcie. Základní kapitál akciové společnosti může být tvořen jak peněžitými vklady, tak i nepeněžitými, které se oceňují nezávislým auditorem.

Společnost s ručením omezeným

Společnost s ručením omezeným (*société à responsabilité limitée* – SARL) představuje zvláštní formu obchodní společnosti, která zahrnuje znaky charakteristické jak pro kapitálové společnosti (omezení odpovědnosti společníků ve výši jejich podílu), tak i charakteristiku osobní společnosti (omezená převoditelnost podílů ve společnosti). SARL se zakládá notářským zápisem stanov a právní subjektivitu SARL získává okamžikem notářského zápisu. SARL může být založena již pouze jedním společníkem a může mít maximálně 100 společníků. Pokud má společnost více než 60 společníků, musí zřídit finanční kontrolní orgán. V případě, že dojde k převýšení maximálního počtu společníků, společnost musí změnit právní formu. Vzhledem k omezenému množství možných společníků a omezené převoditelnosti podílů, kdy je nutný souhlas s převodem společníky, kteří disponují alespoň 75 % základního kapitálu a zveřejnění v obchodním rejstříku, je tato forma vhodná spíše pro malé a středně velké fondy. Minimální základní kapitál, který činí 12 tisíc EUR musí být zaplacen již při založení společnosti.⁸³

⁸¹ Comparison table of Luxembourg investment vehicles. In: CS Avocats 2023. [online]. [cit. 2023-11-13]. Dostupné z: <https://www.cs-avocats.lu/wp-content/uploads/2023/02/2023-Comparison-table-of-Luxembourg-investment-vehicles-1.pdf>

⁸² Luxembourg regulated investment vehicles 2018. In KPMG [online]. [cit. 2024-11-11]. Dostupné z: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/lu/pdf/luxembourg-regulated-investment-vehicles-2018.pdf>

⁸³ Law of 10th August 1915 on Commercial Companies. In Elvinger Hoss Prussen [online], s. 115. [cit. 2024-11-05]. Dostupné z: <https://elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/publications/EHP-Law-of-10th-August-1915-on-commercial-companies.pdf>

Komanditní společnost

Komanditní společnost (*société en commandite simple* – SCS) s právní osobností je do značné míry obdobou české varianty. Základním předpokladem jsou dva společníci, kdy jeden ručí neomezeně a druhý omezeně. Zatímco komplementář (*general partner*) vystupuje jako obhospodařovatel, komanditista (*limited partner*) poskytuje kapitál a vystupuje jako investor. Pro komanditní společnost není stanovena minimální výše základního kapitálu, která může být tvořena jak peněžitými, tak i nepeněžitými vklady. Komanditní společnost může za účelem získání kapitálu vydávat dluhové cenné papíry. Zákon nechává na společnicích, aby si upravili převoditelnost podílů ve společenské smlouvě. Pokud společenská smlouva neupravuje tuto problematiku, platí, že podíl komanditisty je převoditelný pouze za souhlasu všech komplementářů. Pro převod podílů komanditisty platí, že je nutný souhlas alespoň tří čtvrtin všech společníků za současného souhlasu všech komplementářů.⁸⁴

Speciální komanditní společnost

Speciální komanditní společnost (*société en commandite speciale* – SCSp) představuje poměrně novou právní formu, k jejímž právním zakotvení došlo až při transpozici směrnice AIFMD. Stejně jako v případě SCS se společníci dělí na komplementáře a komanditisty a není zde požadavek na minimální výši základního kapitálu, který může být jak peněžitý, tak nepeněžitý. Společníci disponují velkou mírou smluvní flexibility v oblasti organizace a fungování SCSp, kterou si mohou upravit ve společenské smlouvě. V případě, že tato problematika není upravena, vychází se z lucemburského zákona o obchodních společnostech z roku 1915. Na rozdíl od SCS ale SCSp nedisponuje právní osobností, tudíž nemůže být založena jako samosprávný fond a musí mít vždy externího obhospodařovatele, případně jím může být také komplementář.⁸⁵ SCSp může být založeno jak ve formě neregulovaného, tak i regulovaného subjektu. Neregulované SCSp se řídí lucemburským právem obchodních společností a v případech, kdy spadají do působnosti směrnice o alternativních investičních fondech, se jí musí rovněž řídit. Regulované SCSp podléhají předpisům platným pro příslušný regulovaný subjekt (tj. SICAR nebo SIF). Tato forma bývá často využívána pro *private equity* a *venture capital* fondy.⁸⁶

⁸⁴ Ibid., s. 21.

⁸⁵ Luxembourg special limited partnership (SCSp) and common limited partnership (SCS). In Avocats [online], s. 6. [cit. 2024-11-02]. Dostupné z <https://www.cs-avocats.lu/wp-content/uploads/2024/01/2024-SCSp.pdf>

⁸⁶ Law of 10th August 1915 on Commercial Companies. In Elvinger Hoss Prussen [online], s. 25. [cit. 2024-11-015]. Dostupné z: <https://elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/publications/EHP-Law-of-10th-August-1915-on-commercial-companies.pdf>

Komanditní společnost na akcie

Komanditní společnost na akcie (*société en commandite par actions* – SCA) představuje kombinaci komanditní společnosti (SCS) a akciové společnosti (SA). I zde po vzoru komanditních společností nalezneme komplementáře a komanditistu, jejichž postavení se liší v závislosti na ručení za dluhy společnosti. Stejně jako v případě akciové společnosti v daném případě minimální kapitál musí činit alespoň 30 tisíc EUR a v době založení musí být splaceno alespoň 25 % nominální hodnoty každé akcie.⁸⁷ Převoditelnost akcií si lze volně upravit v zakladatelské smlouvě. Zatímco SCS a SCSp vydávají podílové listy a jsou vhodné především pro méně likvidní uzavřené fondy, SCA vydává akcie, které jsou jednodušeji obchodovatelné a najdou využití především v případech otevřených fondů s likvidními aktivy. SCA musí mít oproti SCS a SCSp také tři interní auditory, kteří dohlížejí nad fungováním společnosti.⁸⁸

3. Subjekty správy investičních fondů

V následující kapitole budou představeny klíčové subjekty kolektivního investování, které hrají zásadní roli při správě a provozu investičních fondů. Tato kapitola tak poskytne základní přehled o jejich funkcích, povinnostech a významu v systému kolektivního investování. Na rozdíl od předchozí české právní úpravy, která tyto subjekty neznala v plném rozsahu, byly některé z nich zavedeny až zákonem o investičních společnostech a investičních fondech. S ohledem na zaměření této práce, jež se věnuje zejména otázkám zakládání investičních fondů v Lucembursku, bude rozbor těchto subjektů vycházet nejen z české právní úpravy, ale také z lucemburského práva, které v této oblasti představuje evropský standard.

3.1. Obhospodařovatel

Obhospodařování představuje činnost, jejímž hlavním předmětem je správa majetku, investování na účet fondu a řízení rizik a likvidity. Může se tak jednat o investiční společnost, samosprávný investiční fond, investiční fond s právní osobností, který má povolení ČNB k činnosti samosprávného investičního fondu, zahraniční osobu se sídlem mimo EU, pro kterou je Česko pouze referenčním státem (také označovanou jako mimounijní správce dle směrnice AIFMD, neboli *non-EU AIFM*), a dále také osoby, které obhospodařují české investiční fondy na základě evropského pasu dle UCITS IV nebo dle směrnice AIFMD.⁸⁹ Jednotlivým

⁸⁷ Société en commandite par actions (SCA). In Guichet Public Luxembourg [online]. [cit. 2024-11-17]. Dostupné z: <https://guichet.public.lu/fr/entreprises/creation-developpement/forme-juridique/societe-capitiaux/sca.html>

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 22. ISBN 978-80-7478-783-6.

subjektům budou věnovány následující podkapitoly. Nutno dodat, že zatímco v případě UCITS a AMIFD se v překladu vychází z pojmu správce, zákonodárce zvolil pojem obhospodařovatel.

3.1.1. Formy obhospodařovatelů

Investiční společnost

Investiční společnost je právnickou osobou se sídlem v České republice, která je na základě povolení od uděleného ČNB oprávněna obhospodařovat tuzemský nebo zahraniční investiční fond, případně provádět administraci tuzemského nebo zahraničního fondu. Investiční společnost tuto činnost vykonává na základě povolení dle § 479 ZISIF, který představuje úpravu povolovacího procesu pro činnost správců podle směrnic UCITS IV a AIFMD. Na základě tohoto povolení je obhospodařovatel oprávněn vykonávat jak obhospodařování majetku (*portfolio management*) investičních fondů nebo zahraničních investičních fondů a s tím související řízení rizik (*risk management*), tak i administraci tuzemských či zahraničních investičních fondů, které hodlá obhospodařovat.⁹⁰

Počáteční kapitál investiční společnosti musí činit částka odpovídající alespoň 125 tisíc EUR. Pokud součet hodnot majetku jí obhospodařovaných investičních fondů přesáhne 250 milionů EUR, musí investiční společnost poskytnout dodatečný počáteční kapitál, který činí 0,02% částky, o niž hodnota portfolia přesahuje částku 250 milionů EUR.⁹¹

Při stanovování rozsahu povolení je nutné zohlednit, že pokud investiční společnost hodlá obhospodařovat standardní fondy, musí mít jak povolení k obhospodařování, tak i povolení k administraci standardních fondů, jelikož dle ZISIF se vychází z konceptu univerzální investiční společnosti, která zajišťuje všechny činnosti související se standardním fondem a dle § 40 odst. 2 ZISIF požaduje, aby investiční společnost vykonávala jak obhospodařování, tak i administraci standardního fondu. Možnost delegace těchto činností není dotčena. Jinak je tomu v případě AIFMD, dle kterého je vyžadováno, aby investiční společnost vykonávala ve vztahu k AIF alespoň správu majetku investičního fondu a řízení rizik. Zbylé činnosti tak mohou být zajištěny administrátorem, který je odlišným od investiční společnosti. Investiční společnost, která tak bude obhospodařovat pouze AIF, nemusí mít oprávnění k administraci.⁹²

Samosprávný a nesamosprávný investiční fond

⁹⁰ Ibid., s. 30.

⁹¹ Článek 9 odst. 2 a 3 lucemburského zákona ze 12. července 2013 o správcích alternativních fondů.

⁹² Ibid., s. 1123.

Samosprávným investičním fondem může být investiční fond s právní osobností, jež je na základě povolení ČNB oprávněn provádět se obhospodařovat, případně provádět svou administraci. Vzhledem k tomu, že se musí jednat o fond s právní osobností, samosprávným investičním fondem tak nemůže být podílový či svěřenský fond. Z podstaty věci je zakázáno, aby samosprávný fond dále obhospodařoval jiné tuzemské či zahraniční fondy.⁹³ Na samosprávný fond jsou kladeny vyšší požadavky na počáteční kapitál, který tak musí činit 300 tisíc EUR.⁹⁴ Dále rozlišujeme tzv. „nesamosprávný“ investiční fond, který se liší tím, že je obhospodařován právnickou osobou, která je individuálním statutárním orgánem tohoto fondu. Takovým obhospodařovatelem může být buď investiční společnost, obhospodařovatel s povolením dle § 481 ZISIF nebo obdobná zahraniční osoba z členského státu EU oprávněna vykonávat tuto činnost v České republice.

Zahraniční osoba s povolením ČNB

Zahraniční osoba, která je právnickou osobou s povolením dle § 481 ZISIF a sídlem ve státě, který není členským státem Unie, může na základě povolení ČNB obhospodařovat investiční fond a nabízet investice do tohoto fondu.⁹⁵ Možnost obhospodařování unijních fondů zahraniční osobou dle § 481 ZISIF se nevztahuje na standardní fondy a srovnatelné zahraniční fondy, v jejichž případě směrnice UCITS IV požaduje, aby sídlo obhospodařovatele bylo v Unii.⁹⁶ Zahraniční osoba, která chce získat povolení k činnosti musí mít právního zástupce usazeného ve svém referenčním státě, který tak slouží jako kontaktní místo pro řízení o povolení a případné stížnosti a reklamace investorů.⁹⁷

Po zavedení evropského pasu AIFMD zavádí tzv. referenční stát, který je příslušný k povolení činnosti. Referenční stát se určí v závislosti na tom, zda zahraniční osoba hodlá obhospodařovat AIF ve více členských státech, či nikoliv. V případě, že má zahraniční osoba zájem obhospodařovat AIF pouze v jednom členském státě, je tento stát referenčním státem. Pokud má zahraniční osoba zájem obhospodařovat AIF ve více členských státech, určí se referenční stát v závislosti na tom, kde je usazena většina dotčených AIF, nebo dle toho, ve kterém státě je spravováno nejvíce aktiv.⁹⁸

⁹³ Čl. 6 odst. 3 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

⁹⁴ § 29 odst. 2 písm. a) a b) zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁹⁵ § 10 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁹⁶ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, str. 39. ISBN 978-80-7478-783-6.

⁹⁷ Článek 37 odst. 3 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

⁹⁸ Ibid., čl. 37 odst. 4 písm. a).

3.1.2. Režimy obhospodařování

Evropský pas

Kromě obhospodařovatelů s povolením ČNB podle § 5 ZISIF je tak možné obhospodařovat také na základě tzv. evropského pasu buď jako externí správce v režimu směrnice AIFMD nebo jako *management company* v režimu UCITS IV. Obhospodařovatelé investičních fondů tak mohou své služby poskytovat v různých členských státech na základě jednotného povolení, což má za následek, že jakmile je správce autorizován v jednom členském státě Unie a splňuje pravidla směrnice, je na základě evropské licence oprávněn obhospodařovat fondy nebo je nabízet investorům v celé EU. Zahraniční osoba, která není srovnatelná se samosprávným investičním fondem a která disponuje povolením orgánu dohledu jiného členského státu může obhospodařovat fond buď prostřednictvím pobočky založené v České republice nebo bez umístění pobočky.⁹⁹ Zahraniční osoby s evropským pasem se dle směrnice AIFMD českým právem pouze v rozsahu pravidel jednání a řízení střetu zájmů.

Evropský pas stále nezabavuje obhospodařovatele notifikační povinnosti, kterou musí vykonávat vůči svému domovskému orgánu dohledu v případě, že má zájem vykonávat obhospodařování v jiném členském státě. Tento postup nalezneme v § 328 ZISIF. V případě AIF v Lucembursku tak může obhospodařovatel z jiného členského státu vykonávat obhospodařování za předpokladu, že o tomto záměru informuje domovský orgán dohledu, který o tomto požadavku informuje CSSF. Obhospodařovatel může začít poskytovat činnosti a služby v Lucembursku až poté, co domovský orgán dohledu oznámí obhospodařovateli, že došlo k informování CSSF.¹⁰⁰ Stejně tak je tomu i v případě, kdy má osoba z jiného členského státu zájem obhospodařovat český investiční fond. Česká úprava stanoví, že zahraniční osoba může začít obhospodařovat český fond ode dne, kdy jí dojde informace, že tento orgán dohledu předal České národní bance údaje týkající se obhospodařování.¹⁰¹

3.2. Administrátor

Zákon o kolektivním investování v minulosti nerozlišoval mezi obhospodařováním a administrací investičního fondu. K zavedení této role došlo až s příchodem ZISIF, dle kterého se administrací investičního fondu a zahraničního investičního fondu rozumí provádění obslužných činností, které se správou fondu souvisí. Mezi tyto činnosti můžeme zařadit například vedení účetnictví, poskytování právních služeb, oceňování majetku a dluhů, či

⁹⁹ § 14 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁰⁰ Článek 33 lucemburského zákona ze dne 12 července 2013 o alternativních investičních fondech.

¹⁰¹ Ibid., § 342.

výpočet aktuální hodnoty cenného papíru vydaného tímto fondem. ¹⁰² Jak již bylo zmíněno, zatímco v případě standardních fondů tyto činnosti vykonává pouze jeho obhospodařovatel, v případě speciálních fondů či fondů kvalifikovaných investorů tyto činnosti mohou vykonávat dva odlišné subjekty. Každý investiční fond může mít pouze jednoho administrátora, kterým nesmí být jiný investiční fond s právní osobností. ¹⁰³

Administrátorem také může být právnická osoba, která je na základě povolení uděleného ČNB oprávněna provádět administraci tuzemského nebo zahraničního investičního fondu. Dle § 41 ZISIF je tak možno vykonávat roli tzv. hlavního administrátora, který se specializuje pouze na administraci investičních fondů, nikoliv na jejich obhospodařování. Minimální počáteční kapitál hlavního administrátora musí činit alespoň 50 000 EUR. ¹⁰⁴

V případě lucemburské právní úpravy se předpokládá, že funkci administrátora vykonává obhospodařovatel. Ten může tuto funkci delegovat na specializovaný subjekt, který může tuto funkci vykonávat na základě povolení CSSF. Mezi subjekty, které mohou tuto funkci vykonávat jsou především úvěrové instituce, investiční společnosti, obhospodařovatel AIF, profesionálové s povolením vykonávat pozici registrovaného agenta nebo administrativního agenta pro finanční sektor, nebo zahraniční osoby s povolením tuto funkci vykonávat. ¹⁰⁵ V rámci administrace se v Lucembursku rozlišují základní tři oblasti výkonu funkce, které lze delegovat. Těmito oblastmi jsou administrace v oblasti registrace ¹⁰⁶, komunikaci s klienty nebo pro vedení účetnictví a výpočet aktuální hodnoty aktiv. ¹⁰⁷

3.3. Depozitář

Roli deponitáře lze spatřovat v dohledu nad peněžními toky fondů, především tak, aby veškeré platby, které byly provedeny investory, či jejich jménem za účelem úpisu podílových jednotek, či akcií fondu, byly doručeny na účty, jež jsou vedeny na jméno tohoto fondu. Depozitář tak drží investiční nástroje na svých účtech ¹⁰⁸, sleduje hotovost fondu a vykonává kontrolní funkce tím, že inventarizuje majetek a ověřuje správnost způsobu ocenění. Funkce deponitáře je povinná pro všechny regulované fondy.

Podle platných právních předpisů může funkci deponitáře AIF v Lucembursku vykonávat pouze ¹⁰⁹:

¹⁰² § 38 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁰³ Ibid., § 40 odst. 1 a odst. 3.

¹⁰⁴ Ibid., § 57.

¹⁰⁵ Čl. 4 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/697.

¹⁰⁶ V případě registrace se aplikuje úprava dle kapitoly 2 lucemburského zákona ze dne 5. dubna 1993.

¹⁰⁷ Odst. 2.2 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 22/811.

¹⁰⁸ Vykonává tzv. *custody*.

¹⁰⁹ Část 1 odst. 2 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/697.

- Úvěrová instituce ve smyslu zákona z roku 1993, která má své ústředí v Lucembursku
- Investiční společnost splňující požadavky dle zákona z roku 2013
- Lucemburská pobočka úvěrové instituce nebo investičního fondu se sídlem v Lucembursku nebo v jiném členském státě Evropské unie
- Profesionální depozitář jiných než finančních nástrojů

V souladu s AIFMD musí každý obhospodařovatel zajistit, aby byl pro každý AIF, který obhospodařuje, jmenován depozitář.¹¹⁰ S výjimkou RAIF musí každý investiční fond v Lucembursku mít konkrétního depozitáře, který musí být schválen CSSF. V Lucembursku neexistuje jednotná licence, která by byla potřebná pro získání oprávnění depozitáře. Každý subjekt, který hodlá vykonávat funkci depozitáře pro jeden nebo více alternativních investičních fondů usazených v Lucembursku, musí tuto skutečnost nejprve oznámit CSSF. Depozitář, který je právnickou osobou, musí mít plně splacen základní ve výši 730 tisíc EUR a musí mít sídlo v Lucembursku, případně tam mít pobočku, pokud má sídlo v jiném státě Unie.¹¹¹

Lucembursko, na rozdíl od Česka nevyužilo ustanovení směrnice AIFMD, která dává prostor k tomu, aby se v případě *private equity* fondů stal depozitářem také subjekt, který vykonává činnost depozitáře v rámci své profesní či obchodní činnosti a podléhá povinné profesní registraci, nebo jejíž výkon je upraven právními předpisy či profesními pravidly, což v daném případě může naplňovat také notář či advokát.¹¹² Česká úprava tak tuto možnost transponovala do podoby § 84 ZISIF, dle kterého je možné, aby byl depozitářem fondu kvalifikovaných investorů také notář.¹¹³¹¹⁴ Za účelem zabránění střetu zájmů není možné, aby funkci depozitáře vykonával obhospodařovatel fondu a případně také hlavní podpůrce za předpokladu, že nemá efektivně oddělený výkon obou činností.¹¹⁵ V minulosti hlavní podpůrce často působil také jako depozitář, ale v důsledku směrnice AIFMD došlo k oddělení těchto dvou služeb, což předpokládá s větší ochranou majetku fondů.¹¹⁶

Směrnice UCITS V až na výjimky sjednotila režim, jež se aplikuje na depozitáře standardních fondů s režimem, který se aplikuje na depozitáře AIF, kteří podléhají plné správě

¹¹⁰ Oddíl 4 čl. 21 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

¹¹¹ Článek 4 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/697.

¹¹² Čl. 21 odst. 3 pododstavec směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

¹¹³ Kapitola 5 čl. 25 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/697.

¹¹⁴ § 84 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹¹⁵ § 61 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹¹⁶ ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jirí a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015, s. 289. ISBN 978-80-7478-783-6.

AIF.¹¹⁷ Z důvodu, že směrnice AIFMD nereguluje přímo alternativní investiční fondy, ale vztahuje se pouze na správce, nelze tak po tomto fondu požadovat, aby jmenoval depozitáře. Za jmenování depozitáře alternativního investičního fondu tak zodpovídá přímo obhospodařovatel a v případě, že nezjedná opatření nezbytná k nápravě, měl by se vzdát správy tohoto fondu. Pokud nedojde ani k tomuto jednání, měl by příslušný vnitrostátní orgán zakázat nabízení tohoto alternativního investičního fondu v Unii.

3.4. Hlavní podpůrce

Hlavní podpůrce, kterého označujeme také jaké jako tzv. *prime brokera*, poskytuje služby nutné k realizaci jeho investiční strategie. Tuto podporu fondu poskytuje na základě smlouvy uzavřené s obhospodařovatelem za současného informování depozitáře.¹¹⁸ Hlavní podpůrce poskytuje především peněžní prostředky nebo investiční nástroje za účelem podpory financování činnosti fondu a případně také vypořádává obchody, které jsou prováděny v rámci určené strategie. Za otevření pozice tak hlavní podpůrce přijímá zajištění (*initial margin*) výměnou za poskytnutí úvěru, jehož prostřednictvím může fond dosáhnout své investiční strategie. Jako kolaterál můžou složit jak peněžní prostředky, tak i akcie či dluhopisy, či standardizované deriváty. Celková výše kolaterálu ve výsledku odráží riziko podstoupené hlavním podpůrcem. Hlavní podpůrce tak může držet majetek fondu, aniž by byl považován za osobu pověřenou depozitářem. Služby hlavního podpůrce nejvíce využijí fondy s agresivní investiční politikou, tzv. *hedgeové* fondy, které pro realizaci svých investičních strategií potřebují dostatečný pákový efekt a přístup k derivátům, či k tzv. *short sellingu*. Kromě toho může hlavní podpůrce poskytovat i běžné realizace transakcí ve prospěch fondů, či technologickou podporu.

Hlavním podpůrcem může být pouze finanční instituce, banka nebo obchodník s cennými papíry, jež je regulován orgánem dohledu a jsou uznávanou a specializovanou v tomto odvětví, což v minulosti předpokládalo rating alespoň A/A.¹¹⁹ Tuto činnost může vykonávat také subjekt mimo Unii, kdy se v praxi nejčastěji jedná o americkou banku, která se na tyto služby specializuje. Dohled nad činností hlavního podpůrce provádí především depozitář. Hlavní podpůrce tak má povinnost pravidelného oznamování informací, kterými jsou

¹¹⁷ EY. Investment Funds in Luxembourg 2023 [online]. *EY Luxembourg*, 2023, str. 345. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_lu/functional/forms/download/23/download-2023-investment-funds-in-luxembourg

¹¹⁸ Článek 13 odst. 3 lucemburského zákona ze 12 července 2013 o správcích alternativních investičních fondů.

¹¹⁹ ZETZSCHE, Dirk. *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Kluwer Law International, 2020, s. 554. ISBN 9789403509235.

zejména prostředky poskytnuté AIF a obchodní operace s deriváty, které byly vypořádány ve prospěch AIF.¹²⁰

3.5. Promotér

Promotérem je osoba, která může rozhodovat o tom, kdo bude obhospodařovatelem administrátorem či depozitářem fondu. Nejčastěji se tak jedná o subjekt, který rozhoduje o zřízení fondu, výběru subjektů pro jeho správu a případně i o investiční strategii. Na základě této skutečnosti lze předpokládat, že promotérovi plynou určitá majetková (právo na úplatu) i nemajetková oprávnění (právo ovlivňovat chod fondu). V případě lucemburské právní úpravy musí mít každý fond svého promotéra. Výjimkou z tohoto pravidla je SIF a SICAR, kde tato povinnost není zakotvena. V lucemburské právní úpravě nenalezneme žádnou právní úpravu, která by roli promotéra přímo definovala. Role promotéra je tak založena především na administrativní praxi CSSF. Dle CSSF je tak za promotéra definován kdokoliv, kdo založil subjekt kolektivního investování (*UCI*), určuje jeho investiční strategii a má prospěch z hospodářského výsledku fondu.¹²¹

4. Založení SIF v Lucembursku a nabízení v České republice

V rámci této kapitoly bude analyzován proces založení lucemburského specializovaného investičního fondu obhospodařovatelem se sídlem v Lucembursku a jeho následnému nabízení v České republice, jakožto fondu kvalifikovaných investorů. Dle definice se tak bude jednat o zahraničního obhospodařovatele z jiného členského státu, který je oprávněn přesáhnout rozhodný limit. SIF kvalifikující se jako AIF mohou buď jmenovat investiční společnost, nebo se rozhodnout, že budou samosprávným investičním fondem. V druhém případě bude SIF sám považován za správce AIF a bude muset splnit všechny právní povinnosti zákona o správcích AIF. Investiční společnost AIF může být usazen v Lucembursku, v jiném členském státě EU nebo ve třetí zemi. Centrální administrace SIF ale musí probíhat v Lucembursku. SIF, jež se kvalifikují jako AIF a které jsou spravovány autorizovaným správcem AIF z EU, využívají povolení, které správcům AIF umožňuje nabízet akcie, podílové jednotky nebo podíly SIF na trhu profesionálním investorům v rámci EU prostřednictvím režimu oznamování mezi regulátory.

¹²⁰ Ibid., s. 555.

¹²¹ LEBBE, Isabelle, a kol. *Collective investment schemes in Luxembourg: Law and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2009, s. 162. ISBN 9780199559763.

4.1. Licenční řízení v Lucembursku

Proces založení závisí na právní formě fondu. Jako podílový fond se vytváří dohodou zakladatele s obhospodařovatelem nebo přijetím statutu obhospodařovatelem a zápisem do seznamu podílových fondů. Tato dohoda bývá v praxi kontratsignována depozitářem s dodatkem. Obsah této dohody nelze bez souhlasu depozitáře měnit. Při plnění svých povinností sledovat a ověřovat majetek fondu musí depozitář potvrdit, že transakce fondu FCP jsou v souladu s řídicími předpisy.¹²² V případě obchodní korporace dojde k založení na základě společenské smlouvy, nebo přijetím stanov a následným zápisem do veřejného rejstříku.¹²³ Přijímají se ve formě notářského zápisu. Po přijetí stanov zakladatelé investiční společnosti, kteří zpravidla jednají jménem zakladatelů nebo iniciátorů, svolají valnou hromadu, aby jmenovali jeho vedení.¹²⁴

4.1.1. Povolení k obhospodařování

Postup autorizace samosprávného investičního fondu a investiční společnosti je do značné míry regulován evropskou úpravou, která sjednocuje podmínky pro udílení oprávnění. Dle lucemburského zákona platí, že na investiční společnost, jejíž spravovaná aktiva nedosáhnou rozhodného limitu, jsou kladeny nižší nároky a nepodléhá tak procesu autorizace, nýbrž pouze procesu registrace u CSSF. Takovými správci se rozumí ti, jejichž spravovaná aktiva nepřesáhnou 100 milionů EUR, a pro správce, kteří spravují pouze alternativní investiční fondy, které nevyužívají pákový efekt a které nepřiznávají investorům práva na odkup po období pěti let, a souhrnná hodnota spravovaných alternativních investičních fondů nedosáhne 500 milionů EUR. Na takové správce se neuplatní AIFMD, ale tihle správci mají možnost využít tzv. *opt-in*, aby mohli výhod této směrnice využít.¹²⁵

Povolení k činnosti investiční společnosti

Vykonávat činnost investiční společnosti je možné pouze na základě povolení CSSF, který udělí povolení investičnímu fondu pouze v případě, že byl informován o totožnosti přímých a nepřímých akcionářů nebo společníků, kteří mají kvalifikovanou účast, a o výši těchto účastí. Dále se CSSF musí přesvědčit, že držitel kvalifikované účasti má dobrou pověst

¹²² LEBBE, Isabelle, a kol. *Collective investment schemes in Luxembourg: Law and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2009, s. 162. ISBN 9780199559763.

¹²³ Lucembursko – právní a daňové prostředí [online]. Praha: Parker & Hill, 2024. [cit. 2024-11-03]. Dostupné z: <https://parkerhill.cz/luxembourg-2/>

¹²⁴ Ibid., s. 165.

¹²⁵ Bod 17 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

a je vhodný k výkonu svých pravomocí, aby bylo zajištěno řádné a obezřetné řízení investičního fondu s ohledem na typ daného fondu a na prováděné investiční strategie.¹²⁶

Každý obhospodařovatel investičního fondu musí mít vhodné a dostatečné finanční prostředky pro svou činnost. V okamžiku svého založení musí mít investiční společnost počáteční kapitál ve výši alespoň 125 tisíc EUR nebo plně splacený ekvivalent této částky v jiné měně, který je alespoň stejně vysoký jako tato částka.¹²⁷ K pokrytí rizik spojených s výkonem činnosti musí mít každý správce i samosprávný fond dostatečné vlastní zdroje, které postačují k pokrytí možných rizik odpovědnosti vyplývajících z profesní nedbalosti, nebo mít pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu činnosti, které dostatečně pokrývá možnou ztrátu touto činností způsobenou.¹²⁸ Povolení k činnosti v Lucembursku zahrnuje poplatek, který činí 10 tisíc EUR. Získání povolení k hospodaření trvá v průměru 3 až 6 měsíců.¹²⁹

V žádosti o povolení činnosti musí mimo jiné být uvedeny následující informace:¹³⁰

- Informace o osobách, které skutečně vykonávají činnost správce
- Informace o totožnosti společníků a akcionářů obhospodařovatele, ať už přímých, či nepřímých
- Informace o tom, kdo je členem obhospodařovatele
- Informace o tom, kdo je členem obhospodařovatele nepřímých, fyzických či právnických osob, které mají kvalifikovanou účast a o výši jejich podílů
- Program činnost, v němž je uvedena organizační struktura obhospodařovatele

Povolení k obhospodařování samosprávného fondu

Každý samosprávný fond musí mít v Lucembursku registrované sídlo a zároveň zde vykonávat hlavní administrativní činnost. SIF, na rozdíl od RAIF může být zřízen jako samosprávný fond. Samosprávný fond SIF dle zákona AIFM podléhá stejnému povolení, jak je tomu v případě investičních společností, avšak tyto fondy podléhají nároku na vyšší základní kapitál, který při založení musí činit 300 tisíc EUR.¹³¹

¹²⁶ Kapitola 4 článek 60 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/698.

¹²⁷ Ibid., kapitola 3 článek 25.

¹²⁸ Článek 8 odst. 7 lucemburského zákon ze dne 12. července 2013 o správcích alternativách investičních fondů.

¹²⁹ Report on the operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive [online]. 10. 1. 2019. Evropská Komise [cit. 2024-12-03], s. 145. Dostupné z: https://finance.ec.europa.eu/document/download/cb911de5-5c24-485d-ab12-9c0635deb115_en?filename=190110-aifmd-operation-report_en.pdf

¹³⁰ Článek 8 odst. 4 lucemburského zákon ze dne 12. července 2013 o správcích alternativách investičních fondů.

¹³¹ Kapitola 3 článek 2 oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/698.

4.1.2. Registrace fondu v Lucembursku

V praxi je již před podáním žádosti o povolení fondu provedeno velké množství přípravných prací ze strany obhospodařovatele, promotéra, odborných poradců a hlavních poskytovatelů služeb. Mezi těmito kroky bývá definování investiční strategie, stanovení struktury fondu či distribuční strategie. Aby mohl fond vystupovat pod vlastním jménem, musí fond nebo správcovská společnost jednající jejím jménem před zahájením činnosti podat žádost o povolení CSSF a následně získat toto povolení, přičemž postup od podání žádosti po získání registrace má několik fází. Samotná žádost pro autorizaci se podává prostřednictvím on-line portálu eDesk na předepsaném formuláři.¹³² Po podání žádosti dochází k informování ze strany CSSF s požadavky o případné doplnění informací. V rámci žádosti je nutné doložit následující dokumenty:

- Zakládací dokumenty fondu
- Nabídkový dokument a smlouvy s poskytovateli služeb
- Informace o vedení fondu nebo správcovské společnosti
- Informace o lucemburské bance vybrané jako depozitář a o auditorovi
- Informace o zkušenostech zakladatele a důkaz o jeho finančním zdraví

Po uspokojivém obdržení požadovaných dokumentů CSSF provede zápis fondu do příslušného úředního seznamu a o tomto zápisu informuje fond. Zápis do tohoto seznamu představuje schválení žádosti. CSSF zapisuje fond do oficiálních seznamů, které jsou zveřejňovány na webových stránkách CSSF a v úředním věstníku. I v samotném zákoně se ale můžeme sehnat s výstrahou, že tento zápis v seznamu nevyovídá o kvalitě investiční strategie fondu.¹³³ Délka a náklady na zřízení závisí na kategorii investičního fondu (regulovaného nebo neregulovaného) a příslušném režimu AIFMD (režim zjednodušené registrace nebo režim v plném rozsahu). Povolovací proces regulovaného AIF trvá v průměru tři až šest měsíců od podání první žádosti u lucemburského regulátora. Zřízení neregulovaného AIF může trvat v průměru jeden až dva měsíce.¹³⁴

4.1.3. Provoz investičního fondu a poskytování informací

Skladba portfolia

¹³² Authorisation of a UCI [online]. Lucembursko: Komise pro dohled nad finančním sektorem, 2024 [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cssf.lu/en/authorisation-uci/>.

¹³³ Článek 132 lucemburského zákona ze dne 17. prosince 2010 o subjektech kolektivního investování.

¹³⁴ Processing time of initial authorisations of regulated investment vehicles [online]. Lucembursko: Komise pro dohled nad finančním sektorem, 2024 [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cssf.lu/en/2024/07/processing-time-of-initial-authorisations-of-regulated-investment-vehicles/>

Zatímco v případě standardních fondů je možnost investování značně omezena jak v oblasti kvalitativní, tak i kvantitativní, zákon o SIF nestanovuje žádná podrobná investiční omezení ani pravidla pro pákový efekt. To znamená, že tyto fondy mohou nabídnout investice do jakékoliv třídy aktiv a mohou disponovat libovolnou investiční strategií. Jediným omezením v případě SIF je podmínka diverzifikace, kdy maximálně 30 % celkových aktiv SIF může být investováno do jednoho typu aktiva vydaného jedním emitentem. Toto pravidlo se uplatní také v případě tzv. *short sellingu*. Toto omezení se nicméně nevztahuje na investice do cenných papírů vydaných nebo garantovaných členskými státy OECD, jejich místními orgány nebo nadnárodními orgány či organizacemi. Rovněž se nevztahuje na cílové fondy, které podléhají zásadám diverzifikace rizik, které jsou nejméně srovnatelné s těmi, které jsou relevantní pro SIF.¹³⁵

Poplatky spojeny s provozem fondu

V rámci provozu fondu je nutné brát v potaz také poplatky, které jsou s provozem fondu spojeny. Kromě registračního poplatku je nutné počítat také s ročním poplatkem 4650 EUR za každý zapsaný fond.¹³⁶ Dále je nutné počítat s poplatky, které jsou poskytovány jak investiční společnosti, tak depozitářům či auditorům. Nejvýznamnějším výdajem je poplatek za správu portfolia nebo za služby spojené se správou investic. Poplatek za správu portfolia je často pevně stanovený procentní podíl, který se obvykle pohybuje od 0,05 % do 2 % čistých aktiv. Pro určité úrovně aktiv mohou být uplatňovány minimální částky a snížené sazby poplatků. Kromě toho může být uplatněn také výkonnostní poplatek, který se obvykle pohybuje od 5 % do 20 %.¹³⁷

V případě poplatku za přeshraniční nabízení zahraničních investičních fondů došlo v roce 2024 novelou ZISIF ke zrušení tohoto poplatku. Tato novela zrušila poplatek jak za fondy notifikované, tak pro fondy, které podléhají povinnosti zápisu do seznamu vedeného ČNB. Poplatek za přijetí žádosti o posouzení srovnatelnosti zahraničního fondu se speciálním fondem byl zachován, avšak tento proces se pro daný typ fondu neuplatní.¹³⁸

Nabídkový dokument SIF

¹³⁵ Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 07/309.

¹³⁶ EY. Investment Funds in Luxembourg 2023. [online]. In *EY Luxembourg*, 2023, s. 428. [cit. 2024-11-03]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_lu/functional/forms/download/23/download-2023-investment-funds-in-luxembourg

¹³⁷ Ibid., s. 427.

¹³⁸ Poplatky a náklady – přeshraniční distribuce fondů [online]. Praha: Česká národní banka, 2024 [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/preshranicni-distribuce-fondu/poplatky-a-naklady/>

Obhospodařovatel musí za každý SIF, který spravuje, vyhotovovat nabídkový dokument. Zatímco v případě fondů UCITS se jedná o prospekt, v případě terminologie SIF se užívá nabídkový dokument. Oproti prospektu UCITS, který je do značné míry regulovaný, zákonodárce vycházel z jiné logiky, SIF je určen výhradně dobře informovaným investorům, kteří jsou lépe kvalifikováni k tomu, aby se o navrhovanou investici zajímali tím, že si přečtou poskytnutou dokumentaci a v případě potřeby položí podstatné otázky promotérovi fondu. Proto zákonodárce nestanovil žádný minimální obsah prospektu vydávaného fondu a stanovil pouze požadavek, aby nabídkový dokument byl obecně jasný a srozumitelný a obsahoval nezbytné informace tak, aby investoři byli schopni vytvořit úsudek o investici, která je jim nabízena a o rizicích s tím spojených.¹³⁹ V praxi je tento požadavek konstruován tak, že se většinou vztahuje na informace, jako jsou ty uvedené v příloze A zákona z roku 2002, tudíž se obsah oproti prospektu fondů UCITS liší pouze v minimálním měřítku. Hlavní informace, které nabídkový dokument v praxi nejčastěji obsahuje, jsou zejména obecné informace týkající se fondu a správcovské společnosti, název fondu, právní forma fondu, datum založení, personální obsazení vedení fondu, ujednání o zpětném odkupu investorů a informace pro investory, poplatky a ostatní náklady, politika odměňování a benchmark. Samotným předpokladem, aby tento dokument mohl být prezentován potenciální investorům je předchozí schválení CSSF.

Výroční zpráva

Výroční zpráva představuje důležitý zdroj informací, na jejímž základě aktuální i potenciální investoři mohou posoudit možný vstup či setrvání ve fondu. Tyto informace také mohou sloužit pro orgán dohledu, a proto tyto údaje musí být poskytovat úplné a transparentní informace. Oproti české úpravě, kde je tato povinnost kladena na administrátora fondu, v případě lucemburského AIF je to obhospodařovatel, kdo má povinnost vypracovat výroční zprávu, která musí být investorům zpřístupněna do šesti měsíců od konce fiskálního roku.¹⁴⁰ Tato zpráva musí být zpřístupněna jak příslušným orgánům domovského státu správce SIF, tak i orgánům domovského státu SIF. Výroční zpráva fondu musí obsahovat alespoň rozvahu nebo výkaz aktiv a pasiv, rozpis příjmů a veškeré podstatné změny za účetní období. Výkaz aktiv a pasiv musí obsahovat investice, peníze a peněžní ekvivalenty, pohledávky, celková aktiva, závazky vč. půjček a jiných závazků a čistá aktiva. Účet příjmů a výdajů musí obsahovat

¹³⁹ Čl. 53 lucemburského zákona ze dne 13. února 2007 o specializovaném investičním fondu.

¹⁴⁰ Čl. 22 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

investiční výnosy, realizované zisky z investic, nerealizované zisky z investic včetně realizovaných a nerealizovaných ztrát. Dále musí obsahovat poplatky za investiční poradenství, správu a také celkovou částku poskytnutou vedení a zaměstnancům fondu.¹⁴¹ Veškeré účetní údaje v této výroční zprávě podléhají nezávislému účetnímu auditu.¹⁴²

Poskytování informací orgánu dohledu

Správce fondu má povinnost pravidelně informovat příslušný orgán domovského státu o hlavních trzích a nástrojích, se kterými obchoduje jménem fondů, které obhospodařuje. Obsah informací a pravidelnost poskytování těchto informací závisí na množství aktiv, které správce obhospodařuje a na tom, zda ve vysoké míře využívá pákový efekt. Za každý AIF, který obhospodařuje, má správce povinnost poskytnout informace o hlavních nástrojích, které obhospodařuje, trzích, na kterých aktivně působí, hlavních expozicích a nejvýznamnější koncentraci rizik. Dále má povinnost poskytnout informace o procentním podílu aktiv AIF, jakýchkoliv nových opatřeních k řízení likvidity a současný rizikový profil AIF.¹⁴³ Tyto informace jsou podávány v závislosti na objemu spravovaných aktiv. V případě, že se jedná o správce nepřesahující rozhodný limit, musí tyto informace poskytovat jednou za půl roku.¹⁴⁴ V případě, že se jedná o správce, který přesahuje rozhodný limit, má povinnost poskytovat tyto informace jednou za čtvrt roku.¹⁴⁵

Zpřístupňování informací dle ZISIF

Před uzavřením smlouvy o investici do fondu má obhospodařovatel povinnost informovat investora o základních informacích, které jsou pro účely investice nezbytné. Tyto informace by měl následně získávat i periodicky. Zákonem není definována forma tohoto sdělení, tudíž postačuje, pokud jsou tyto informace uvedeny ve statutu, tj. v nabídkovém dokumentu SIF. Vzhledem k tomu, že je obecná povinnost komunikace s investory prostřednictvím internetových stránek fondu, tyto informace by měly být zveřejněny na stránkách fondu. Na zahraniční SIF, jehož obhospodařovatel je oprávněn přesáhnout limit a dle české úpravy je fondem kvalifikovaných investorů, se dle § 293 ZISIF obdobně aplikují pravidla pro informování investorů speciálního fondu dle § 241 ZISIF. V tomto ustanovení,

¹⁴¹ Příloha I lucemburského zákona ze dne 13. února 2007 o specializovaném investičním fondu.

¹⁴² Investment Funds in Luxembourg 2023 [online]. In EY Luxembourg, 2023, s. 411. [cit. 2024-11-03]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_lu/functional/forms/download/23/download-2023-investment-funds-in-luxembourg

¹⁴³ Článek 24 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

¹⁴⁴ Obecné pokyny k oznamovacím povinnostem podle AIFMD. In Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). [online]. 2014 [cit. 2024-12-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_cs_cor.pdf

¹⁴⁵ Článek 109 odst. 2 nařízení Komise č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012.

kteřý vychází ze čl. 23 AIFMD, nalezneme početný seznam informací, které musí být investorům před uskutečněním investice zpřístupněny. Mezi tyto informace řadíme zejména údaje o obhospodařovateli, administrátorovi, hlavním podpůrci a depozitáři, investiční strategie tohoto fondu, aktuální hodnota kapitálu, údaje o pákovém efektu a historickou výkonnost.

4.2. Nabízení v České republice

Pro řádné vykonávání investiční činnosti i samotnou existenci fondu je pro investiční fond nezbytné získávat prostředky. Nabývání dalších prostředků fondů probíhá za pomoci nabízení investic do těchto fondů. Nabízení lze dělit na adresné a neadresné. Dle zákona rozlišujeme především na nabízení veřejné a nabízení neveřejné. Nabízení veřejnou formou může probíhat zejména prostřednictvím masového média, či může být uveřejněno na internetových stránkách bez omezeného obsahu. Oproti tomu nabízení neveřejnou formou může probíhat například soukromou elektronickou komunikací nebo poštou. Dále lze rozlišovat nabízení kvalifikovaným, či retailovým zákazníkům, kdy pro účely této práce vycházíme z distribuce právě kvalifikovaným investorům, do kterých řadíme také profesionální investory. Vzhledem k tomu, že SIF je ze své podstaty fondem kvalifikovaných investorů, může být v souladu s § 296 ZISIF pouze kvalifikovaný investor. Z toho důvodu se také neuplatní § 297 odst. 3 ZISIF, který upravuje žádost o posouzení, zda je zahraniční fondy srovnatelným se speciálním fondem.

Obsah ani forma propagačních materiálů a oznámení FKI, včetně identifikace informací a dokumentů, jež mají být oznámeny příslušnému orgánu před zahájením nabízení, není definován žádnými předpisy vydanými ČNB. Veškerá propagační sdělení FKI musí být pouze v souladu s § 243 odst. 2 ZISIF. Není zde ani povinnost zasílat marketingové materiály a oznámení dopředu. Nedochozí tak ke kontrole, či schválení ČNB s použitím těchto materiálů při uvedení fondu na trh v České republice. ČNB je oprávněna požádat o sdílení těchto propagačních materiálů za účelem posouzení jejich souladu s relevantními právními předpisy.¹⁴⁶

4.2.1. Veřejné a neveřejné nabízení investic v České republice

Základním předpokladem nabízení investic zahraničním obhospodařovatelem s povolením AIFMD je oznámení tohoto záměru domovskému orgánu dohledu členského státu, který následně informuje orgán dohledu státu, kde mají být investice nabízeny. Zatímco

¹⁴⁶ Vnitrostátní požadavky týkající se nabízení alternativních investičních fondů v ČR. In Cnb.cz [online]. [cit. 2024-12-08]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/preshranicni-distribuce-fondu/vnitrostatni-pozadavky-tykajici-se-nabizeni-aif-fondu-v-cr/>

v případě fondů UCITS se jedná o domovský orgán fondu, v případě AIF se jedná o domovský stát obhospodařovatele. V souladu s čl. 32 směrnice AIFMD členské státy zajistí, aby licencovaný unijní správce mohl nabízet podílové jednotky nebo akcie jím spravovaných unijních AIF profesionálním investorům v jiných členských státech, než je jeho domovský stát. V případě, že se jedná o podřízený AIF, je toto právo podmíněno tím, že je řídicí AIF taktéž unijním fondem a je spravován povoleným unijním správcem. Správce tak v případě zájmu nabízet investice musí předložit CSSF oznámení o každém unijním AIF, který hodlá nabízet. V tomto oznámení musí uvést informace o tom, kde jsou fondy usazeny, ve kterých státech hodlá podílové jednotky nebo akcie nabízet, nabídkový dokument, totožnost deponitáře, podrobný popis nabízených fondů a popis investiční strategie, či cílů v souladu s čl. 23 AIFMD.¹⁴⁷

CSSF nejpozději do 20 pracovních dnů od přijetí úplného oznamovacího spisu předá tento spis příslušným orgánům v členských státech, kde má být alternativní investiční fond (AIF) nabízen. Tento proces je podmíněn tím, že správce fondu dodržuje příslušné zákony týkající se správců AIF. Spolu s oznámením CSSF připojí prohlášení potvrzující, že správce fondu má oprávnění spravovat AIF s konkrétní investiční strategií.¹⁴⁸

Veřejné nabízení investic

Tento fond obhospodařovaný zahraničním obhospodařovatelem lze v České republice veřejně nabízet pouze za tehdy, je-li tento fond zapsán v příslušném seznamu dle § 597 písm. d) ZISIF vedeném Českou národní bankou. Obhospodařovatel fondu musí disponovat povolením dle AIFMD, které zasílá domovský stát během procesu notifikace dle § 315 ZISIF. Veřejně nabízet investice do fondu lze v České republice nabízet ode dne, kdy je obhospodařovatel fondu informován CSSF, o tom, že bylo ze strany ČNB zasláno oznámení o požadavku zahájení nabízení investic v České republice. ČNB zapíše zahraniční investiční fond do seznamu podle § 597 bez zbytečného odkladu, jakmile obdrží od CSSF toto oznámení spolu s potvrzením o tom, že obhospodařovatel investičního fondu má povolení, které jej opravňuje přesáhnout rozhodný limit a obhospodařovat investiční fondy a zahraniční investiční fondy s určitou investiční strategií.¹⁴⁹

Neveřejné nabízení investic

¹⁴⁷ Příloha IV směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů.

¹⁴⁸ Kapitola čl. 30 odst. 3 lucemburského zákona ze dne 12 července 2013 o správcích alternativních investičních fondů.

¹⁴⁹ § 315 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Podle znění ZISIF je neveřejné nabízení vymezeno negativně, tedy jako jakákoli forma nabízení, která není veřejná. Jedná se tak především o situaci, kdy se jedná o adresované nabízení investic pro konkrétní okruh osob. Neveřejné nabízení investic do zahraničních AIF, jež jsou obhospodařovány zahraničním obhospodařovatelem s oprávněním dle AFIMD, je podmíněno pouze oznámením záměru nabízet investice v souladu s § 315 ZISIF. Oznámení je zapotřebí zaslat orgánu dohledu domovského státu obhospodařovatele, který vyrozumí ČNB. Investice do těchto fondů lze nabízet od okamžiku, kdy dojde ze strany zahraničního orgánu dohledu k vyrozumění obhospodařovatele, že byla zaslána notifikace ČNB. Fondy neveřejně nabízeny jsou zapsány do seznamu ČNB dle § 597 písm. e) ZISIF. Pokud dojde ke splnění podmínek, ČNB provede zápis do tohoto seznamu na základě obdržení notifikace automaticky a obhospodařovatel nemusí podávat žádost o zápis do tohoto seznamu.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Veřejné nabízení zahraničních investičních fondů obhospodařovaných zahraničními správci v ČR. In Cnb.cz [online]. [cit. 2024-11-11]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2017-01/>

Závěr

Cílem této práce bylo analyzovat a porovnat právní úpravu kolektivního investování v České republice a Lucembursku s ohledem na subjekty kolektivního investování a jejich význam v rámci celkového fungování investičních fondů. Výsledky analýzy ukázaly, že přestože obě země implementovaly evropskou legislativu, zejména směrnici UCITS a AIFMD, existují mezi nimi významné rozdíly, které ovlivňují praxi zakládání a správy investičních fondů.

Český právní rámec, upravený zákonem o investičních společnostech a investičních fondech, zavedl komplexní systém subjektů kolektivního investování, který zahrnuje obhospodařovatele, depozitáře, administrátory a další klíčové aktéry. Tento systém reflektuje harmonizaci s požadavky Evropské unie, což českému právu poskytuje pevnou základnu pro efektivní fungování fondového trhu. Nicméně v praxi zůstává český trh relativně malý a méně atraktivní pro mezinárodní investory, což souvisí mimo jiné s omezenou flexibilitou při zakládání specializovaných fondů a vyšší regulatorní zátěží v některých oblastech.

Naopak lucemburská právní úprava se vyznačuje vysokou mírou flexibility a přizpůsobivosti, což tuto zemi dlouhodobě činí jedním z hlavních světových center pro kolektivní investování. Specifické právní nástroje, jako jsou RAIF, SIF nebo SICAR, nabízejí investorům široké možnosti při výběru vhodné struktury investičního fondu, a to jak z hlediska druhu investic, tak i daňových výhod. Významnou roli hraje také specializovaná infrastruktura, včetně zkušených poskytovatelů služeb, jako jsou depozitáři, správci a auditoři, kteří zajišťují vysoký standard služeb a podporují důvěru investorů.

Porovnání ukázalo, že zatímco česká úprava se zaměřuje na přísné dodržování regulatorních požadavků a zajištění ochrany investorů, lucemburské právo klade důraz na inovace a atraktivitu pro globální investory. Tato odlišná zaměření se odrážejí nejen v právní struktuře fondů, ale i v celkovém prostředí, které každá země nabízí. Česká republika, i přes stabilní právní rámec, musí čelit výzvám spojeným s omezenou konkurenceschopností na mezinárodním trhu fondového investování. Lucembursko naopak těží z dlouhodobé tradice a silné pozice v rámci evropského i světového finančního trhu.

Praktická část práce věnovaná zakládání investičního fondu v Lucembursku potvrdila, že tamní právní úprava umožňuje rychlé a efektivní založení různých typů fondů, a to při zachování vysokého stupně ochrany investorů. Systém autorizace a dohledu, včetně role CSSF, je nastaven tak, aby podporoval inovace a zároveň zajišťoval dodržování předpisů.

Zkušenosti z lucemburské praxe mohou sloužit jako vzor pro českou legislativu, zejména v oblasti snižování administrativní zátěže a podpory nových typů fondových struktur.

Na závěr lze konstatovat, že český právní rámec kolektivního investování, přestože je ve značné míře harmonizován s evropským právem, by mohl těžit z některých aspektů lucemburského modelu. Především by bylo vhodné posílit atraktivitu českého trhu pro zahraniční investory, například prostřednictvím větší flexibility při zakládání fondů a rozšířením nabídky specializovaných investičních nástrojů. Inspirace lucemburským přístupem by mohla přispět k rozvoji českého trhu kolektivního investování a posílení jeho konkurenceschopnosti v rámci Evropské unie.

Seznam zkratek

| | |
|-----------------|---|
| AIF | Alternativní investiční fondy |
| AIFMD | 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) 1060/2009 a (EU) 1095/2010 |
| CSSF | Commission de Surveillance du Secteur Financier (Komise pro dohled nad finančním sektorem) |
| ČNB | Česká národní banka |
| ELTIF | Evropský fond dlouhodobých investic |
| ESMA | Evropský orgán pro cenné papíry a trhy |
| EuSEF | Evropský fond sociálního podnikání |
| EuVECA | Evropský fond rizikového kapitálu |
| KSIL | Komanditní společnost na investiční listy |
| MiFID | Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS |
| MiFID II | 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 |
| SA | Société anonyme (akciová společnost) |
| SARL | Société à responsabilité limitée (společnosti s ručením omezeným) |
| SCA | Société en commandite par actions (komanditní společnost na akcie) |
| SCS | Société en commandite simple (komanditní společnost) |

| | |
|-----------------|---|
| SCSp | Société en commandite speciale (speciální komanditní společnost) |
| SICAF | Société d'Investissement à Capital Fixe (investiční společnost s proměnným kapitálem) |
| SICAR | Société d'Investissement en Capital á Risque (investiční společnost rizikového kapitálu) |
| SICAV | Société d'Investissement à Capital Variable (investiční společnost s proměnným kapitálem) |
| SKIPCP | Subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů |
| UCITS | Soubor všech pravidel daných směrnicemi UCITS |
| UCITS I | Směrnice Evropského parlamentu a Rady 85/611/EEC ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů |
| UCITS IV | Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) |
| UCITS V | Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/91/EU ze dne 23. července 2014, kterou se mění směrnice 2009/65/EU o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o depozitáře funkce, zásady odměňování a sankce |
| ZISIF | Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech |
| ZKI | Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování |
| ZOK | Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech |
| ZPKT | Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálové trhu |

Seznam použitých zdrojů

Seznam použité literatury

HUSTÁK, Zdeněk. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. Praha: C.H. Beck, 2012. ISBN 978-80-7400-433-9.

LEBBE, Isabelle, a kol. *Collective investment schemes in Luxembourg: Law and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2009. ISBN 9780199559763.

LODEWIJK, van Setten, Busch DANNY. *Alternative Investment Funds in Europe*. Oxford University Press, 2014. ISBN 9780199657728.

STOLL, Hans R. Future of Securities Markets: Competition or Consolidation? In *Financial Analysts Journal*. 2008, 64(6). ISSN 1938-3312.

ŠOVAR, Jan; KRÁLÍK, Aleš; BERAN, Jiří a DOLEŽALOVÁ, Daniela. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-783-6.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. ISBN 978-80-7598-212-4.

VONDRÁČKOVÁ, Pavlína. *Kontrola nad finanční činností*. Praha: Univerzita Karlova. Právnická fakulta, 2015. ISBN 978-80-87975-40-4.

ZETZSCHE, Dirk. *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Kluwer Law International, 2020. ISBN 9789403509235.

Seznam použitých internetových zdrojů

Authorisation of a UCI. In *Komise pro dohled nad finančním sektorem*, 2024. [online]. [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cssf.lu/en/authorisation-uci/>.

Comparison table of Luxembourg investment vehicles. In: *CS Avocats 2023*. [online]. [cit. 2023-11-13]. Dostupné z: <https://www.cs-avocats.lu/wp-content/uploads/2023/02/2023-Comparison-table-of-Luxembourg-investment-vehicles-1.pdf>

Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2013 [online]. [cit. 2024-12-04]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Duvodova-zprava_2013-01-17_Duvodova-zprava-k-navrhu-ZISIF.pdf

Fact Book 2023. In Evropská asociace pro fondy a správu aktiv. 2023. [online]. [cit. 2024-12-03], s. 19. Dostupné z: <https://flipbook.vcpgraphics.online/EFAMA/Factbook/2023/Factbook2023.html>

Fondy podle části II zákona o subjektech kolektivního investování (UCI). Lucemburk: ALFI, 2024. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/uci-part-ii-funds>

Fund Management. In Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). [online]. [cit. 2024-11-04]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/investors-and-issuers/fund-management>

Investiční fondy a investiční společnosti v českém právu. In epravo.cz. 2022. [online]. [cit. 2024-11-04]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/investicni-fondy-a-investicni-spolecnosti-v-ceskem-pravu-114513.html>

Investment Funds in Luxembourg 2023. In EY Luxembourg, 2023 [online]. [cit. 2024-11-03]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_lu/functional/forms/download/23/download-2023-investment-funds-in-luxembourg

Law of 10th August 1915 on Commercial Companies. In Elvinger Hoss Prussen [online], s. 25. [cit. 2024-11-015]. Dostupné z: <https://elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/publications/EHP-Law-of-10th-August-1915-on-commercial-companies.pdf>

Lucembursko – právní a daňové prostředí. Praha: Parker & Hill, 2024 [online]. [cit. 2024-11-03]. Dostupné z: <https://parkerhill.cz/luxembourg-2/>

Luxembourg regulated investment vehicles 2018. In KPMG [online]. [cit. 2024-11-11]. Dostupné z: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/lu/pdf/luxembourg-regulated-investment-vehicles-2018.pdf>

Luxembourg special limited partnership (SCSp) and common limited partnership (SCS). In Avocats [online], [cit. 2024-11-02]. Dostupné z <https://www.cs-avocats.lu/wp-content/uploads/2024/01/2024-SCSp.pdf>

Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019–2023. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2019. [online].[cit. 2024-12-03]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/attachments/Material_2019_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf

Obecné pokyny k oznamovacím povinnostem podle AIFMD. In Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). [online]. 2014 [cit. 2024-12-04]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_cs_cor.pdf

Poplatky a náklady – přeshraniční distribuce fondů. In Česká národní banka, 2024 [online]. [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/preshranicni-distribuce-fondu/poplatky-a-naklady/>

Processing time of initial authorisations of regulated investment vehicles. Lucembursko: Komise pro dohled nad finančním sektorem, 2024 [online]. [cit. 2024-11-08]. Dostupné z: <https://www.cssf.lu/en/2024/07/processing-time-of-initial-authorisations-of-regulated-investment-vehicles/>

Report on the operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive. In Evropská Komise, 2019. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z: https://finance.ec.europa.eu/document/download/cb911de5-5c24-485d-ab12-9c0635deb115_en?filename=190110-aifmd-operation-report_en.pdf

Reserved Alternative Investment Fund (RAIF). In Alfi.lu [online]. [cit. 2024-12-08]. Dostupné z: [https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-\(luxembourg-reserved-alternative-investment-f](https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/raif-(luxembourg-reserved-alternative-investment-f)

Société en commandite par actions (SCA). In Guichet Public Luxembourg [online]. [cit. 2024-11-17]. Dostupné z: <https://guichet.public.lu/fr/entreprises/creation-developpement/forme-juridique/societe-capitaux/sca.html>

UCITS Directive 5. In. SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. [online]. [cit. 2024-11-05]. Dostupné z: <https://www.securities-services.societegenerale.com/en/insights/views/news/ucits-directive5/>

Vnitrostátní požadavky týkající se nabízení alternativních investičních fondů v ČR. In Cnb.cz [online]. [cit. 2024-12-08]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/preshranicni-distribuce-fondu/vnitrostatni-pozadavky-tykajici-se-nabizeni-aif-fondu-v-cr/>

WÓJCIK, Dariusz. Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 2021. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

Seznam použitých právních předpisů

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, 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.

Oběžníku lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 06/241.

Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 07/309.

Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/697.

Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 18/698.

Oběžník lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem č. 22/811.

Směrnice Rady 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP).

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

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

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

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

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

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

Zákon ze dne 10. srpna 1915 o obchodních korporacích upravující právní formy investičních fondů.

Zákon ze dne 20. prosince 2002 o subjektech kolektivního investování.

Zákon ze dne 17. prosince 2010 novelizující zákon o subjektech kolektivního investování.

Zákon ze dne 15. června 2004 o investiční společnosti rizikového kapitálu (SICAR).

Zákon ze dne 13. února 2007 o speciálních investičních fondech (SIF).

Zákon ze dne 12. července 2013 o správcích alternativních investičních fondů (AIFM).

Zákon ze dne 23. července 2016 o rezervovaných alternativních investičních fondech (RAIF).

Zákon ze dne 17. prosince 2010 novelizující zákon o subjektech kolektivního investování

Seznam ostatních zdrojů

Obrázek č. 1 - WÓJCIK, Dariusz. Luxembourg and Ireland in global financial networks: Analysing the changing structure of European investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 2021. [online]. [cit. 2024-12-03]. Dostupné z <https://rgs-ibg.onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/tran.12517>.

Vybrané aspekty kolektivního investování

Abstrakt

Diplomová práce se zaměřuje na porovnání české a lucemburské právní úpravy investičních fondů s důrazem na právní, daňové a regulační aspekty, které ovlivňují fungování těchto fondů a jejich atraktivitu pro investory. Investiční fondy jako nástroj kolektivního investování hrají klíčovou roli v rozvoji finančního sektoru, a jejich efektivní regulace je zásadní pro rozvoj kapitálových trhů i přilákání mezinárodního kapitálu. Práce sleduje rozdíly a podobnosti v právních režimech obou zemí a poskytuje praktický pohled na zakládání a provoz specializovaného investičního fondu (SIF) v Lucembursku s následným nabízením na českém trhu.

Práce je strukturována do čtyř hlavních částí. První tři kapitoly jsou teoretické a čtvrtá část je prakticky zaměřená. První kapitola se věnuje teoretickému pojetí kolektivního investování. Nejprve je analyzován vývoj trhu kolektivního investování v České republice a v Lucembursku, přičemž je zdůrazněn význam Lucemburska jako globálního centra pro správu investičních fondů. Následně je rozebrána právní úprava kolektivního investování, která zahrnuje českou, evropskou i lucemburskou legislativu. Zvláštní pozornost je věnována regulatornímu prostředí a dohledu nad fondy, přičemž jsou popsány role regulačních orgánů v obou zemích.

Druhá kapitola nabízí podrobnou analýzu investičních fondů v České republice a Lucembursku, včetně jejich rozdělení na fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů. Tato část se zaměřuje i na právní formy investičních fondů, které jsou zásadní pro volbu vhodné struktury fondu z hlediska jeho správy, provozu a daňových povinností. Porovnání českých a lucemburských právních forem ukazuje rozdílné přístupy obou zemí k regulaci investičních fondů.

Třetí kapitola se soustředí na klíčové subjekty správy investičních fondů, jako jsou obhospodařovatelé, administrátoři, depozitáři, promotéři a další subjekty zajišťující funkční infrastrukturu fondů. Je popsán rozsah jejich odpovědností, požadavky na licencování a regulace, které musí dodržovat podle národních i unijních předpisů.

Čtvrtá kapitola přináší praktický pohled na založení a vedení speciálního investičního fondu (SIF) v Lucembursku, který je jednou z nejvíce využívaných forem pro mezinárodní investiční aktivity. Tato část podrobně popisuje licenční řízení, povolení k obhospodařování a zápis fondu do lucemburského rejstříku. Dále se zabývá postupy pro poskytování informací investorům a dodržování právních povinností. Součástí kapitoly je také analýza možností

nabízení lucemburského fondu na českém trhu, včetně rozdílů mezi veřejným a neveřejným nabízením.

Klíčová slova: kolektivní investování, investiční fondy, Lucembursko

Selected aspects of collective investment

Abstract

This thesis focuses on the comparison of the Czech and Luxembourg legal frameworks for investment funds, emphasizing the legal and regulatory aspects that influence the operation of these funds and their attractiveness to investors. Investment funds, as instruments of collective investment, play a crucial role in the development of the financial sector, and their effective regulation is essential for fostering capital market growth and attracting international capital. The thesis examines the differences and similarities between the legal systems of both countries and provides a practical perspective on the establishment and operation of a specialized investment fund (SIF) in Luxembourg, with subsequent offering on the Czech market.

The thesis is structured into four main chapters, with the first three being theoretical and the fourth practically oriented. The first chapter deals with the theoretical concept of collective investment. It begins with an analysis of the development of the collective investment market in the Czech Republic and Luxembourg, highlighting Luxembourg's significance as a global hub for investment fund management. The chapter then examines the legal regulation of collective investment, covering Czech, European Union, and Luxembourg legislation. Special attention is given to the regulatory environment and oversight of funds, outlining the roles of supervisory authorities in both countries.

The second chapter offers a detailed analysis of investment funds in the Czech Republic and Luxembourg, including their classification into collective investment funds and qualified investor funds. This section also focuses on the legal forms of investment funds, which are crucial for selecting an appropriate fund structure in terms of management and operations. The comparison of Czech and Luxembourg legal forms reveals the differing approaches of the two countries to investment fund regulation.

The third chapter concentrates on the key entities involved in the management of investment funds, such as fund managers, administrators, depositaries, promoters, and other entities that ensure the functional infrastructure of funds. It describes the scope of their responsibilities, licensing requirements, and the regulatory frameworks they must comply with under national and EU legislation.

The fourth chapter provides a practical perspective on establishing and managing a specialized investment fund (SIF) in Luxembourg, one of the most widely used structures for international investment activities. This chapter details the licensing process, authorization for

fund management, and registration of the fund in Luxembourg's registry. It also addresses procedures for providing information to investors and ensuring compliance with legal obligations. Additionally, the chapter analyzes the possibilities for offering a Luxembourg fund on the Czech market, including the distinctions between public and private offerings.

Klíčová slova: collective investment, investment funds, Luxembourg