

## REGULACE ALTERNATIVNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICE S OHLEDEM NA DISKUZE O JEJICH PŘÍPADNÉ REGULACI V RÁMCI EVROPSKÉ UNIE<sup>1</sup>

Vít Ossendorf, Adam Jekl

*Příspěvek analyzuje dopady regulačních návrhů Evropské komise pro české alternativní fondy. Článek se k těmto návrhům vyjadřuje spíše rezervovaně. S ohledem na rozsah a hloubku současné české regulace se však autoři příspěvku nedomnívají, že přijetí navrhované evropské legislativy české alternativní fondy podstatně zatíží. Bez ohledu na to, zda budou regulační návrhy Evropské komise přijaty nebo ne, jsou v článku doporučeny určité změny současné české regulace.*

### 1. ÚVOD

Světová finanční krize probíhající od poloviny září 2008<sup>2</sup> a role alternativních fondů v ní<sup>3</sup> výrazně prohloubila zájem politiků, ekonomů a zasvěcené veřejnosti o otázku jejich regulace. Na evropské úrovni tyto fondy dosud regulovány nebyly. Evropská komise (dále také „Komise“) uvádí, že finanční krize zvýraznila rozsah zranitelnosti alternativních fondů vůči mnoha druhům rizik. Tato rizika se, dle argumentů Komise, bezprostředně týkají investorů do těchto fondů a také představují hrozbu pro věřitele, obchodní protistrany a pro stabilitu a integritu evropských finančních trhů.<sup>4</sup> Česká republika je tak již přes rok konfrontována s názorem Komise, evropských politiků<sup>5</sup> a Skupiny na vysoké úrovni pro finanční dohled<sup>6</sup>, že je zapotřebí významně alternativní fondy společně regulovat. Po regulaci alternativních fondů, resp. jejich součástí – hedge fondů, volá i vláda Spojených států amerických. Mnohé hedge fondy totiž, podle jejího názoru, obhospodařují tak rozsáhlý majetek, že mohou být, při neomezeném využívání finanční páky, vážnou hrozbou pro finanční stabilitu.<sup>7</sup>

Cílem příspěvku je zamyšlení nad vhodnou regulací alternativních fondů v České republice. Součástí článku je

jednoduché porovnání alternativních a standardních fondů. Zvláštní pozornost je věnována návrhu nové evropské regulace a jejímu srovnání se současnou českou regulací. Závěrem je návrh nové evropské regulace zhodnocen a pro Českou republiku jsou doporučeny různé regulační přístupy.

### 2. VYMEZENÍ ALTERNATIVNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICE

Alternativním fondem se rozumí fond kolektivního investování, který není standardním fondem (tj. fond, který nespadá pod regulaci směrnicí Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, dále jen „směrnice UCITS“). Ačkoliv nebyla tato směrnice do českého právního řádu dosud implementována, implementační lhůta končí 30. června 2011, lze fondy regulované směrnicí UCITS v České republice ztotožnit s dosavadními standardními fondy podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „ZKI“). Naopak alternativní fondy je možno v dnešním českém regulatorním prostředí srovnat se speciálními fondy založenými podle ZKI.<sup>8</sup>

1 Tento článek zachycuje právní stav k 1. březnu 2010.

2 Za počátek světové finanční krize považujeme žádost americké investiční banky Lehman Brothers Holdings Inc. ze dne 15. září 2008 o ochranu před věřiteli.

3 Srov. tvrzení Komise o roli alternativních fondů v současné ekonomické a finanční krizi uvedené v 3. kapitole.

4 Srov. str. 3 důvodové zprávy návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2004/39/ES a 2009/65/ES uveřejněného dne 30. dubna 2009 jako KOM (2009) 207 final.

5 Srov. zprávu Evropského parlamentu obsahující doporučení Komisi o zajišťovacích fondech a soukromých kapitálových fondech (A6-0338/2008), tzv. Rasmussenova zpráva, a zprávu týkající se průhlednosti institucionálních investorů (A6-0296-2008), tzv. Lehnova zpráva.

6 Srov. zprávu Skupiny na vysoké úrovni pro finanční dohled v Evropské unii (zpráva tzv. Larossiérovy skupiny), 25. února 2009, str. 25. Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

7 Srov. [http://www.usatoday.com/money/companies/regulation/2009-03-26-hedge-funds-regulation-geithner\\_N.htm](http://www.usatoday.com/money/companies/regulation/2009-03-26-hedge-funds-regulation-geithner_N.htm).

8 Do českého právního řádu (ZKI) byla implementována 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), ve znění směrnice Rady 88/220/EHS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 95/26/ES, 2000/64/ES, 2001/107/ES, 2001/108/ES, 2004/39/ES, 2005/1/ES a 2008/18/ES. Tato směrnice je předchůdkyní směrnice UCITS. Z pohledu problematiky, již se věnuje tento článek, se tyto směrnice liší nepodstatně, proto se pro zjednodušení ztotožňují.

Na českém trhu kolektivního investování se alternativní fondy dají z hlediska regulace rozdělit na dvě skupiny – na alternativní fondy, jež shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti (dále jen „veřejně nabízené alternativní fondy“), a alternativní fondy, které shromažďují peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů (alternativní neveřejné fondy, fondy kvalifikovaných investorů, dále jen „FKVI“).<sup>9</sup> Alternativní fondy jsou (alespoň prozatím) v působnosti výhradně národní regulace.

Veřejně nabízené alternativní fondy mohou být podle ZKI zakládány z hlediska druhu investovaných aktiv jako alternativní fondy cenných papírů, jejichž způsob investování je regulován podobně jako u fondů standardních, alternativní fondy nemovitostí, které investují převážně do nemovitostí a do nemovitostních společností, a alternativní fondy fondů, jež investují do cenných papírů vydaných jinými fondy kolektivního investování.

FKVI se od veřejně nabízených alternativních fondů liší tím, že nemají omezen způsob investování a jejich cenné papíry mohou nabývat pouze kvalifikovaní investoři. Kvalifikovaným investorem se může stát jakákoliv fyzická nebo právnická osoba, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry. Důležitějším rozlišujícím znakem oproti veřejně nabízeným alternativním fondům je skutečnost, že minimální investice činí 1 000 000 Kč a tyto fondy nesmějí být veřejně nabízeny ani propagovány. FKVI může mít nejvýše 100 akcionářů nebo podílníků.

Z hlediska klasifikace fondů podle zvolené investiční politiky lze u domácích fondů nalézt, a to jak u standardních fondů, tak i veřejně nabízených alternativních fondů, fondy peněžního trhu, dluhopisové, akciové a smíšené fondy, fondy fondů a nemovitostní fondy<sup>10</sup>. FKVI jsou v prostředí České republiky zakládány v drtivé většině jako daňově-optimizační schémata pro vlastníky/investory do nemovitostí. Fondy typu hedge fondů<sup>11</sup> nebo fondů private equity<sup>12</sup> nebyly podle českého práva dosud založeny. Podle našeho názoru upřednostňují zakladatelé hedge fondů nebo fondů private equity jurisdikce s výhodnějším zdaněním a regulací, jež je praxí při aplikaci dlouhodobě osvědčena.<sup>13</sup>

### 3. SROVNÁNÍ ALTERNATIVNÍCH A STANDARDNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICE

Protože Komise zastává názor, že alternativní fondy přispěly k prohloubení současné finanční krize<sup>14</sup> a protože o standardních fondech toto netvrdí<sup>15</sup>, považujeme za důležité se v následující analýze soustředit na domácí trh kolektivního investování, na charakter alternativních a standardních fondů a způsob jejich chování před a v průběhu finanční krize.

Hodnota aktiv obhospodařovaných domácími fondy dosahovala k 30. červnu 2009 výše 5,12 mld. EUR (132,6 mld. Kč).<sup>16</sup> Na standardní fondy připadalo 2,04 mld. EUR (52,7 mld. Kč), na veřejně nabízené alternativní fondy 2,18 mld. EUR (56,4 mld. Kč) a FKVI 0,90 mld. EUR (23,5 mld. Kč).<sup>17</sup>

9 ZKI označuje alternativní fondy jako „speciální fondy“, veřejně nabízené alternativní fondy jako „speciální fondy, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti“ a FKVI jako „speciální fondy kvalifikovaných investorů“. Fondy založené před vstupem České republiky do Evropské unie byly po 1. květnu 2004 ze zákona zařazeny mezi speciální fondy cenných papírů (součást veřejně nabízených alternativních fondů). Některé z nich se později přeměnily na standardní fondy. Od 1. května 2004 jsou zakládány všechny druhy fondů (jak standardních tak alternativních).

10 Investice do nemovitostí jsou regulací dovoleny pouze alternativním fondům založeným jako nemovitostní fondy, standardní fondy investovat do nemovitostí nesmějí.

11 Hedge fondy lze charakterizovat následujícími znaky: jedná se o fondy, které se zaměřují na absolutní výnos portfolia a které k naplnění svých cílů používají rozličné investiční techniky, včetně těch rizikových jako nekryté krátké prodeje (naked short selling), vysokou míru finanční páky, deriváty apod.

12 Fondy private equity obvykle investují do nekótovaných společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou následně přijaty k obchodování na regulovaném trhu, nebo do kótovaných společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou následně vyřazeny z obchodování na regulovaném trhu. Investice fondů private equity jsou dlouhodobé (investiční horizont pět až deset let).

13 Zahraniční hedge fondy na českém finančním trhu působí, není však jednoduché jejich činnost odlišit od činnosti jiných zahraničních subjektů působících na českém finančním trhu.

14 Srov. str. 3 důvodové zprávy směrnice AIFM.

15 Srov. bod 2 recitálu směrnice UCITS, kde se ve vztahu ke standardním fondům hovoří o „rozvoji a úspěchu odvětví investičních fondů v Evropě“.

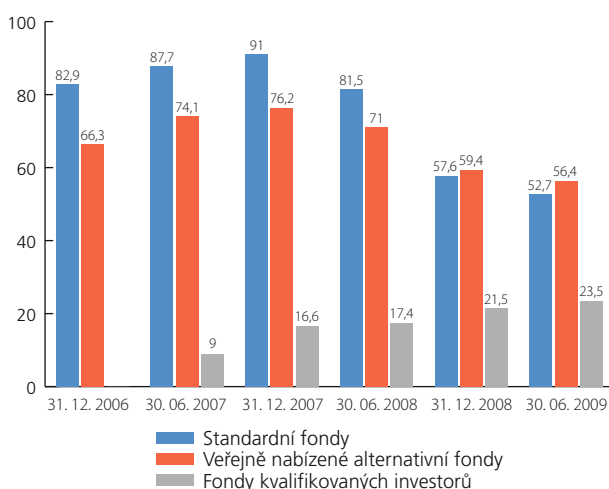
16 V porovnání s HDP České republiky za rok 2008 české fondy obhospodařovaly částku odpovídající 3,59 %.

17 V porovnání s HDP České republiky za rok 2008 české standardní fondy obhospodařovaly částku odpovídající 1,43 %, veřejně nabízené alternativní fondy 1,53 % a FKVI 0,63 % (alternativní fondy dohromady 2,16 %).

Pro srovnání, evropský trh dosahoval objemu celkových obhospodařovaných aktiv ve fondech 6 107 mld. EUR, z toho 4 554 mld. EUR ve standardních fondech a 1 553 mld. EUR v alternativních fondech.<sup>18</sup> Podíl českého trhu kolektivního investování tak představoval pouze necelou 0,1% z celkového evropského trhu.

**GRAF 1**
**OBJEM OBHOSPODAŘOVANÝCH AKTIV PODLE DRUHU FONDU V MLD. KČ (2006–2009)**

(v %)



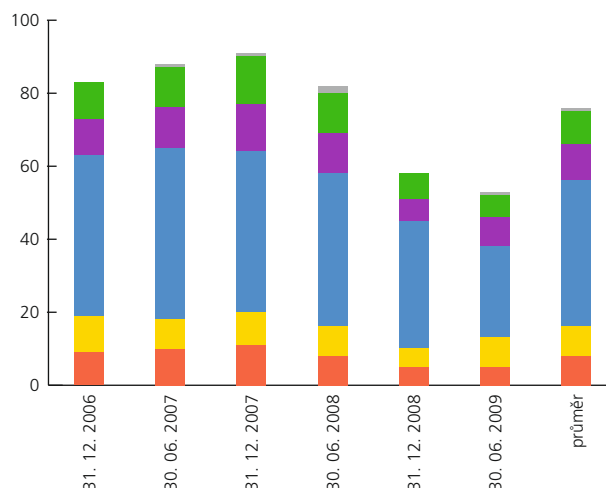
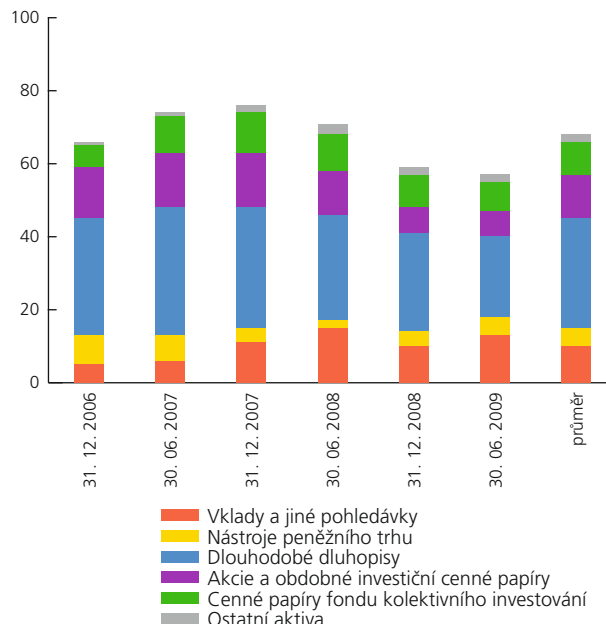
Pramen: ČNB

Oproti evropskému trhu, kde standardní fondy v objemu obhospodařovaných aktiv výrazně převyšují alternativní fondy, panuje v České republice mezi oběma sektory v poslední době téměř paritní rozdělení (viz Graf 1).

Podrobnější pohled na strukturu aktiv veřejně nabízených alternativních fondů a standardních fondů indikuje, že ze střednědobého hlediska (3 roky zpět) je struktura aktiv obou druhů fondů velmi obdobná (viz Graf 2). Téměř polovinu majetku tvoří dlouhodobé dluhové nástroje, na druhém místě pak shodně figurují akcie. Dále se struktura majetku mírně odlišuje. Na třetím místě, co do objemu aktiv, jsou u veřejně nabízených alternativních fondů vklady, jejichž podíl v aktivech se však výrazně navýšil až na počátku roku 2008, tedy v době zhoršující se ekonomické situace před plným propuknutím současné světové finanční krize.<sup>19</sup>

**GRAF 2**
**SROVNÁNÍ VÝVOJE STRUKTURY AKTIV STANDARDNÍCH FONDŮ A VEŘEJNĚ NABÍZENÝCH ALTERNATIVNÍCH FONDŮ (2006–2009)**

(v mld. Kč)

**STANDARDNÍ FONDY**

**VEŘEJNĚ NABÍZENÉ ALTERNATIVNÍ FONDY**


Pozn.: Průměr za období 31. 12. 2006 až 30. 6. 2009.

Pramen: ČNB

18 Srov. údaje European Fund and Asset Management Association (EFAMA) na [http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=335&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=335&Itemid=-99). V porovnání s HDP Evropské unie za rok 2008 evropské fondy obhospodařovaly částku odpovídající 48,84 %, evropské standardní fondy 36,42 % a evropské alternativní fondy 12,42 %.

19 Na základě informací známých autorům tohoto příspěvku nelze jednoznačně říci, zda navýšení podílu vkladů v portfolích bylo zapříčiněno více očekávaným negativním vývojem na akciových trzích nebo spíše zvýšeným tlakem investorů o odkup jejich podílů z fondů.

Důležitým poznatkem je naprosto zanedbatelný podíl finančních derivátů v portfoliích obou druhů fondů. V Evropě je běžné, že i standardní fondy investují do finančních derivátů a využívají pákový efekt. Tyto praktiky nejsou u českých standardních, a dokonce ani veřejně nabízených alternativních fondů obvyklé (finanční deriváty jsou využívány za účelem hedgingu nebo efektivní správy portfolia).

Vývoj objemu aktiv u obou druhů fondů byl v době před krizí a v krizi navzájem velice podobný – do konce roku 2007 nepatrný nárůst aktiv, v první polovině roku 2008 znatelný pokles následovaný strmým poklesem v druhé polovině roku 2008 a zmírnění poklesu v první polovině roku 2009 (pokles byl způsoben nejen snížením tržní hodnoty aktiv, ale i zvýšenými odkupy u otevřených fondů).

FKVI díky svému specifickému postavení na českém kapitálovém trhu, kde neinvestují aktivně na kapitálovém trhu (investují prakticky výlučně do nemovitostí), zaznamenaly v průběhu finanční krize nárůst aktiv, který však byl způsoben především zakládáním nových FKVI a přílivem nových investic. Vzhledem k převažujícímu způsobu jejich investování (nákup nemovitostí a jejich držení v portfoliu) jsou autoři článku toho názoru, že FKVI krizi v České republice nemohly způsobit ani prohloubit.

Z provedené analýzy lze dále konstatovat, že sektor veřejně nabízených alternativních fondů a standardních fondů je v České republice hodnotou a složením aktiv téměř totožný. Tento fakt není zarážející, uvážíme-li skutečnost, že je i regulace veřejně nabízených alternativních fondů a standardních fondů podobná. Jak je z výše uvedené skladby aktiv patrné, nemohly nástroje používané oběma druhy veřejně nabízených fondů krizi v České republice způsobit nebo prohloubit. Navíc, vycházíme-li z názoru Komise, že standardní fondy krizi nezpůsobily ani neprohloubily, musí

tento názor, vzhledem k obdobné skladbě aktiv, platit i pro české veřejně nabízené alternativní fondy.

#### 4. SMĚRNICE O SPRÁVCÍCH ALTERNATIVNÍCH INVESTIČNÍCH FONDŮ

Evropská komise předložila dne 29. dubna 2009<sup>20</sup> návrh směrnice o správcích alternativních investičních fondů<sup>21</sup> (dále jen „směrnice AIFM“). Směrnice AIFM je Komisí prezentována jako součást reakce na finanční krizi. Komise usiluje o vytvoření jednotného a účinného regulatorního systému pro správce alternativních fondů (dále též „správce“) v Evropské unii.<sup>22</sup> Záměrem Komise není přímo regulovat investiční politiku jednotlivých alternativních fondů,<sup>23</sup> což by při uvážení různorodosti investičních politik jednotlivých alternativních fondů bylo obtížné.

Správce je definován jako právnická nebo fyzická osoba, jejímž předmětem podnikání je obhospodařování jednoho nebo více alternativních fondů. Působnost směrnice se tak neomezuje pouze na hedge fondy a fondy private equity, ale na všechny fondy kolektivního investování, na které se nevztahuje směrnice UCITS.<sup>24</sup>

Směrnicí AIFM se stanovují pravidla pro povolování, provozování a požadavky na transparentnost činnosti správců. Povolení k činnosti bude potřebovat každý správce domicilovaný na území Evropské unie, který obhospodařuje majetek uložený v alternativním fondu v objemu vyšším než 100 mil. EUR. Pokud správce obhospodařuje alternativní fond, který nevyužívá finanční páku a investice v něm jsou drženy bez možnosti zpětného odkupu po dobu nejméně pěti let, je tento správce povinen získat povolení k činnosti až od obhospodařovaného majetku ve výši 500 mil. EUR. Tato výjimka je zacílena zejména na fondy private equity, které představují nižší systémové riziko.<sup>25</sup>

20 Návrh směrnice AIFM předložený Komisí dne 29. dubna 2009 je dosud jediným oficiálním návrhem. Ke kompromisním návrhům švédského a španělského předsednictví srov. 6. kapitulu.

21 Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnice 2004/39/ES a 2009/65/ES uveřejněný dne 30. dubna 2009 jako KOM (2009) 207 final.

22 Srov. str. 5 důvodové zprávy směrnice AIFM.

23 Srov. bod 8 recitálu směrnice AIFM.

24 Směrnice AIFM tak reguluje i nemovitostní, komoditní a další majetkové fondy bez ohledu na jejich právní formu a bez ohledu na to, zda jsou již vnitrostátně regulovány či pod dohledem. Srov. str. 5 důvodové zprávy směrnice AIFM.

25 Komise předpokládá, že výše uvedené limity pokryjí okolo 48 % všech správců, kteří obhospodařují téměř 98 % všech aktiv uložených v alternativních fondech domicilovaných v EU. Predikce pokrytí jednotlivých správců fondů včetně správců hedge fondů a jejich aktiv při různé výši de minimis hranice je uvedena v Impact Assessment ke směrnici AIFM na str. 48–51. Impact Assessment je dostupný na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm). V České republice by se směrnice AIFM měla týkat 4 investičních společností, které mají ve správě cca 84 % obhospodařovaného majetku všech alternativních fondů (podle údajů k 30. 6. 2009).

Správci budou povinni dodržovat příslušné kapitálové požadavky, které jsou stanoveny obdobně jako u investičních společností založených podle směrnice UCITS.<sup>26</sup>

Pro získání povolení jsou správci povinni prokázat, že jsou schopni kvalifikovaně poskytovat obhospodařovatelské služby. Správci budou muset poskytnout podrobné informace o své obchodní činnosti, charakteristice obhospodařovaných alternativních fondů a řídicím a kontrolním systému. Dále budou správci povinni dodržovat informační povinnosti vůči investorům a orgánům dohledu.<sup>27</sup>

Správčům s patřičným povolením (opt in) od domovského státu nabídne směrnice AIFM výhodu v podobě oprávnění přeshraničně nabízet alternativní fondy profesionálním investorům<sup>28</sup> na území celé Evropské unie. Přeshraniční nabízení bude podléhat pouze oznamovací proceduře, kdy správce oznámí svůj záměr a poskytne příslušné informace domácímu orgánu dohledu, který je postoupí hostitelskému orgánu dohledu. Správci budou moci zároveň poskytovat obhospodařovatelské služby pro alternativní fondy domicilované v jiném členském státě Evropské unie.

Směrnice také umožní nabízet v rámci Evropské unie alternativní fondy domicilované v třetích státech mimo Evropskou unii, pokud tyto státy splní přísné požadavky na regulaci, dohled a mezinárodní spolupráci, včetně požadavků OECD na výměnu informací v daňových otázkách. Tento poslední požadavek bude zřejmě kritický ve vztahu k alternativním fondům domicilovaným v tzv. off-shore centrech,<sup>29</sup> i když Komise předpokládá, že off-shore centra budou mít silný zájem se těmito podmínkám přizpůsobit a že tento požadavek je v souladu se záměry skupiny G20 zvýšit transparentnost v těchto jurisdikcích.<sup>30</sup> AIMA<sup>31</sup> je naopak přesvědčena, že tento požadavek bude znevýhodňovat evropské správce evropských alternativních fondů oproti těm mimo Evropskou unii.<sup>32</sup>

Členské státy budou oprávněny povolit nabízení alternativních fondů na svém území i pro neprofesionální investory (zejména spotřebitele). Při té příležitosti mohou ve svých právních rádech vytvořit pro správce dodatečné požadavky.

## 5. POROVNÁNÍ REGULACE ALTERNATIVNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICE SE SMĚRNICÍ O SPRÁVCÍCH ALTERNATIVNÍCH INVESTIČNÍCH FONDŮ

Česká regulace se, na rozdíl od směrnice AIFM, nesoustřeďuje na stanovení pravidel pro činnost správců. ZKI obsahuje detailní pravidla pro druhy aktiv, do kterých smí veřejně nabízené alternativní fondy investovat. Tím, odlišně od směrnice AIFM, výrazně omezuje počet jejich kategorií podle druhů aktiv. Volností druhů aktiv se regulací směrnice AIFM v České republice blíží pouze úprava FKVI.

Směrnice AIFM převzala celou řadu pravidel ze směrnice UCITS. Směrnice UCITS je hlavním inspirátorem ZKI, většina pasáží povinně harmonizované regulace určené evropským právem standardním fondům byla v rámci ZKI vztažena i na alternativní fondy. Úprava správců standardních i alternativních fondů je v ZKI stejná. Výjimku tvoří část regulace FKVI, na něž jsou omezené požadavky z hlediska transparentnosti a informačních povinností vůči orgánu dohledu. Od regulace správců dnes obsažené v ZKI se směrnice AIFM liší především tam, kde nebyla inspirována směrnicí UCITS.

Novými pasážemi, jimž se evropské právo kolektivního investování dosud nevěnovalo, je regulace krátkého prodeje (short selling), povinnost jmenovat nezávislého oceňovatele aktiv, omezování finanční páky orgánem dohledu a regulace alternativních fondů s rozhodujícím vlivem na emitenty. Systémově novým opatřením jsou rozsáhlé informační povinnosti vůči investorům a orgánu dohledu,

26 Srov. čl. 7 odst. 1 písm. a) směrnice UCITS. Požadavek vyplývá z čl. 21 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí (tzv. Basel II.) vztahující se na investiční firmy (v České republice banky s licencí k poskytování investičních služeb a obchodníci s cennými papíry).

27 Srov. čl. 19 až 21, 23, 24, 27 až 29 směrnice AIFM.

28 Investor ve smyslu přílohy II. 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 (tzv. MiFID).

29 Srov. „AIMA Position Paper on the European Commission's Draft Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs)“ dostupný na <http://www.aima.org/download.cfm/docid/84F2C795-8895-4945-AED17E9521E45C60>.

30 Srov. materiál Komise „Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs): Frequently Asked Questions“ dostupný na <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/211&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>.

31 Alternative Investment Management Association (celosvětová asociace hedgových fondů).

32 Srov. „AIMA Position Paper on the European Commission's Draft Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs)“ dostupný na <http://www.aima.org/download.cfm/docid/84F2C795-8895-4945-AED17E9521E45C60>.

jež sice rozsahem odpovídají směrnici UCITS, kde jsou však uvedeny s ohledem na skutečnost, že jsou standardní fondy nabízeny veřejnosti.<sup>33</sup>

Jednou z často kritizovaných aktivit hedge fondů je krátký prodej (short selling). Směrnice AIFM věnuje této problematice v pasáži týkající se řízení rizik zvláštní pozornost, do regulace krátkého prodeje zahrnuje všechny alternativní fondy, na které směrnice AIFM dopadá. Komise je ve směrnici AIFM zmocněna k vydání opatření, která mají v souvislosti s krátkým prodejem chránit alternativní fondy před vystavením nadměrnému riziku. Obecně je tato zvláštní regulace překvapující, protože krátký prodej používají i jiné subjekty ze sektoru investičního bankovníctví (banky, obchodníci s cennými papíry), aniž by byla uvedena činností takovým způsobem upravena.<sup>34</sup> Ačkoliv to ani důvodová zpráva ani recitál směrnice AIFM neuvádějí, může být důležitým motivem pro omezení krátkého prodeje skutečnost, že hedge fondy prostřednictvím krátkého prodeje často „trestají“ ty země nebo společnosti, jejichž měna či vydané investiční nástroje jsou nadhodnoceny.<sup>35</sup> Omezení této aktivity hedge fondů by na první pohled mohlo zabránit skokovým změnám v kurzech měn a investičních nástrojů a z toho plynoucí finanční nestabilitě, na druhé straně není možno podceňovat očistný vliv „trestání“ ze strany hedge fondů. Protože české FKVI krátký prodej ze spekulativních důvodů nepoužívají,<sup>36</sup> domníváme se, že se jich tato regulace směrnice AIFM prakticky nedotkne. Krátký prodej ZKI zakazuje standardním fondům a veřejně nabízeným alternativním fondům.<sup>37</sup>

Další novinkou je povinnost správce jmenovat pro každý jím spravovaný alternativní fond nezávislého oceňovatele aktiv. Důvodem pro vznik této funkce má být podle Komise ochrana investorů a obtížnost ohodnocování (a tedy prostor k manipulacím) aktiv, u nichž mnohdy neexistují transparentní tržní ceny.<sup>38</sup> Podle našeho názoru k dosažení cílů sledovaných Komisí postačí, když ohodnocení s odbornou péčí provede správce a toto ohodnocení je nezávisle

a řádně zkontrolováno depozitářem. ZKI takové pravidlo předpokládá, vytváření nového institutu nezávislého oceňovatele aktiv by, podle názoru autorů příspěvku, pro české alternativní fondy představovalo zbytečný náklad navíc.

Směrnice AIFM si klade za cíl posílení transparentnosti alternativních fondů a tržní disciplíny.<sup>39</sup> Jedním z nástrojů pro dosažení tohoto cíle má být detailně předepsaná informační povinnost vůči investorům. Tato pravidla jsou poměrně překvapující, protože alternativní fondy podle směrnice AIFM nemají být primárně určeny veřejnosti. ZKI při regulaci FKVI vychází z názoru, že rozsah a hloubku informační povinnosti si profesionální investoři se správcem FKVI dohodnou sami. Informační povinnosti podle směrnice AIFM mají správci také vůči orgánu dohledu. Ve srovnání s informačními povinnostmi FKVI vůči České národní bance podle ZKI předpokládá směrnice AIFM poskytování podstatně rozsáhlejšího okruhu informací orgánu dohledu.<sup>40</sup> Využití informací pro obezřetnostní dohled je sporné, protože alternativní fondy mohou být nabízeny pouze profesionálním investorům a směrnice AIFM neurčuje způsoby investování z hlediska omezení rizik pro alternativní fond či trh. Je i diskutabilní, zda by směrnice AIFM měla vůbec rizika omezovat, vždyť postupování zvýšeného rizika je jednou z metod, jak dosáhnout požadovaných vyšších výnosů.<sup>41</sup>

Velmi spornou pasáž představují ustanovení týkající se správců obhospodařujících alternativní fondy systematicky využívající vysokou míru finanční páky a alternativní fondy s rozhodujícím vlivem na emitenty účastnických cenných papírů, jenž má alternativní fond v aktivech. Zatímco u prvních má mít podle směrnice AIFM orgán dohledu oprávnění finanční páku omezit, v druhém případě má správce takových alternativních fondů rozsáhlou informační povinnost vůči emitentovi, jeho akcionářům a zástupcům zaměstnanců. Mezi informační povinnosti ve vztahu k emitentům patří i povinnost informovat o plánu jejich rozvoje. Tato pravidla stanovená směrnici AIFM nemají dosud v českém právním

33 Srov. bod 58 a násl. recitálu směrnice UCITS.

34 Novinkou je zejména oprávnění orgánu dohledu omezit míru, ve které správci mohou využívat pákový efekt.

35 Tento důvod lze však vyvodit z odůvodnění regulace finanční páky. Srov. bod 15 recitálu směrnice AIFM.

36 České FKVI v minulosti použily klasický krátký prodej pouze několikrát, ke krytí hrozícího výpadku likvidity.

37 ZKI jim zakazuje jak klasické, tak tzv. nekryté krátké prodeje (naked short selling).

38 Srov. bod 13 recitálu směrnice AIFM.

39 Srov. str. 9 důvodové zprávy směrnice AIFM.

40 Srov. § 57 odst. 3 ZKI a čl. 19 až 21, 23, 24, 27 až 29 směrnice AIFM.

41 Postupování zvýšených rizik může být nejen nebezpečné pro alternativní fond, ale i pro trh. K tomu srov. výše uvedenou pasáž zabývající se regulací krátkého prodeje (short selling).

řádu obdoby, blížká je pouze harmonizovaná úprava nabídek převzetí,<sup>42</sup> která se však soustřeďuje pouze na nabytí rozhodujícího vlivu na kótovaných emitentech. Informační povinnosti ve vztahu k emitentům působí proti svobodě podnikání (zejména povinnost vytvářet a rozšiřovat plán rozvoje emitenta), navíc je prakticky neodůvodnitelné, proč se vztahuje pouze na správce a nikoliv na ostatní subjekty investičního bankovníctví (banky, obchodníci s cennými papíry).<sup>43</sup> Zcela bezdůvodné, na finančním trhu ojedinělé, jsou informační povinnosti emitenta (nikoliv správce) po vyřazení jeho účastnických cenných papírů z regulovaného trhu (delisting), na němž dříve alternativní fond nabytí rozhodující podíl. Emitent totiž musí plnit informační povinnosti ještě po dobu dvou let od opuštění regulovaného trhu, jakoby byly jeho účastnické cenné papíry nadále kótovány.

Protihodnotou za dodržení přísných regulačních pravidel kladených na správce má být vytvoření jednotného evropského pasu pro správce. Toto pravidlo bezpochyby správci přivítají, dosud se podle ZKI vztahovalo pouze na standardní fondy. Za podmínky sjednocení pravidel jednotného evropského pasu pro veřejné nabízení cenných papírů by tato aktivita Komise, podle našeho názoru, měla být českou regulací vítána.

Směrnice AIFM umožňuje členským státům, aby správcům dovolily nabízet alternativní fondy i neprofesionálním investorům. V takovém případě jsou členské státy oprávněny požadovat po správcích a alternativních fondech splnění dalších požadavků.<sup>44</sup> Překvapivě se v této souvislosti neodkazuje na směrnici UCITS, která upravuje fondy primárně určené pro neprofesionální investory (zejména informace vytvářené a šířené s ohledem na spotřebitelský charakter investorů).

## 6. ZHODNOCENÍ SMĚRNICE O SPRÁVCÍCH ALTERNATIVNÍCH INVESTIČNÍCH FONDŮ

Snahu Komise o vytvoření jednotného evropského pasu pro správce, a tím i pro alternativní fondy samotné, je nutno přivítat. Domníváme se však, že celoevropská regulace nebyla zvolena nejlépe.<sup>45</sup> Nejsme si totiž jisti, zda v případě směrnice AIFM náklady, které jsou spojené s každou novou regulací, nepřeváží její přínosy.

Těžko lze říci, že by za celoevropskou regulací stála ochrana neprofesionálních investorů (zejména spotřebitele).<sup>46</sup> Jak bylo uvedeno výše, směrnice AIFM počítá s tím, že alternativní fondy budou primárně nabízeny profesionálním investorům. Profesionálními investory jsou především banky, které by měly mít systém řízení rizik velmi propracovaný, proto je jejich dodatečná ochrana prostřednictvím směrnice AIFM zbytečná. Takoví investoři si navíc v praxi sami prosadí, aby jim správce poskytoval dostatek informací a měl odpovídající řízení rizik. V případě, že členský stát rozhodne o tom, že bude v rámci jeho jurisdikce možné nabízet alternativní fondy i neprofesionálním investorům, ponechává směrnice AIFM rozhodnutí o dalších pravidlech na něm.

Směrnice AIFM by pravděpodobně měla mj. chránit finanční trh před otřesy, které by mohly vzniknout při některých aktivitách alternativních fondů.<sup>47</sup> Na základě porovnání uvedeného v předchozí kapitole máme pochybnosti o tom, že nástroje regulace a dohledu, s nimiž směrnice AIFM počítá, k tomuto cíli efektivně přispějí. Vzhledem k tomu, že byla tato regulace vytvořena bez hlubší celoevropské analýzy, lze vznést uvedené pochybnosti i z celoevropského hlediska. Mezi otevřené otázky, na něž by mohla odpovědět další analýza, patří, proč se zmíněná regulace váže pouze na alternativní fondy a ne na jiné subjekty investičního bankovníctví (banky, obchodníci s cennými papíry), jenž používají stejné nástroje při svých činnostech.<sup>48</sup>

42 Srov. směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí v České republice implementovanou do zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí, ve znění pozdějších předpisů.

43 Obchodní právo umožňuje společníkům ovládajícím nekótované společnosti svobodně rozhodovat o jejich bytí i nebytí. Neuveřejňují se plány rozvoje, ale konečná zásadní rozhodnutí podnikatele. Je tedy překvapivé, proč by správci alternativních fondů měli být mezi ostatními podnikateli výjimkou.

44 Jinak lze směrnice AIFM chápat jako maximální regulaci alternativních fondů, u níž členské státy nemohou alternativním fondům stanovit přísnější požadavky. Srov. bod 9 recitálu směrnice AIFM.

45 Nelichotivě se o návrhu směrnice AIFM vyjádřil autor zprávy Skupiny na vysoké úrovni pro finanční dohled v Evropské unii Jacques de Larosièr, společně s předsedou britské FSA lordem Adairem Turnerem a sirem Jamesem Sassoonem. Srov. <http://www.cityam.com/news-and-analysis/6svl4k1dka.html>.

46 Na str. 3 důvodové zprávy směrnice AIFM Komise hovoří o „ochraně investorů“. Zda tento pojem zahrnuje i neprofesionální investory, není z důvodové zprávy patrné.

47 Srov. str. 3 důvodové zprávy směrnice AIFM.

48 Tuto možnou výtku si uvědomuje i Komise, když na str. 5 důvodové zprávy směrnice AIFM, v této souvislosti ohlašuje blíže nespecifikovaný „přezkum příslušných směrnic EU.“

Podle informací ze švédského předsednictví<sup>49</sup> navrhla před-  
sedající země úpravu směrnice AIFM. Švédsko doporučilo  
vypuštění omezení krátkého prodeje a povinnosti využívat  
nezávislého oceňovatele aktiv, navrhlo zmírnění pravidel při  
omezování finanční páky a povinností spojených s rozhod-  
ujícím vlivem na emitenty. Tento postup je, podle našeho ná-  
zoru, krokem správným směrem. Je však otázkou, zda bude  
tento návrh ostatními členskými státy, zejména těmi pod-  
porujícími přísnou regulaci, akceptován.<sup>50</sup> Španělské před-  
sednictví ve svém kompromisním návrhu dále doporučilo  
úpravu vztahů se třetími státy mimo Evropskou unii, která je  
zejména zástupci fondového průmyslu považována za příliš  
protekcionsistickou.<sup>51</sup>

## 7. NÁVRHY REGULACE ALTERNATIVNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICĚ

Směrnice AIFM by se v České republice měla týkat čtyř  
správců (investičních společností), kteří mají ve správě cca  
84 % obhospodařovaného majetku všech českých alterna-  
tivních fondů.<sup>52</sup> Z pohledu České republiky je možno kon-  
statovat, že tyto alternativní fondy rozhodně nebyly tím,  
kdo by dopady finanční krize prohloubil. Otázkou však  
zůstává, zda to bylo dáno jejich přísnější domácí regulací,  
či zda by autoři příspěvku při hypotetické mírnější regulaci  
museli učinit jiné závěry.

Domníváme se ale, že podstatnou výhodou pro český fon-  
dový průmysl při případném přijetí směrnice AIFM je právě  
současná relativně vysoká míra regulace. I když se ke směrnici  
AIFM, kvůli výše zmíněným námitkám, stavíme spíše  
zdrženlivě, jsme toho názoru, že pro české správce nebu-  
de její přijetí znamenat velký dopad do jejich stávajícího  
podnikání (na rozdíl od subjektů nezvyklých na vyšší míru  
regulace).

Přijetí směrnice AIFM by však znamenalo výrazný zásah  
do ZKI. Změny by byly nutné především v úpravě povolení  
k činnosti investiční společnosti a investičního fondu, výko-  
nu jejich činnosti (zejména řídicího a kontrolního systému),  
regulace informačních povinností a dohledu. Nové pasáže  
by představovaly povinnosti správců alternativních fondů  
využívajících pákový efekt a alternativních fondů s rozho-  
dujícím vlivem na emitenty stejně jako úprava jednotné-  
ho evropského pasu pro správce. Implementace směrnice  
AIFM by vyžadovala i podstatné novelizace či nahrazení celé  
řady prováděcích předpisů. V této souvislosti ponecháváme  
ke zvážení, zda by nebylo vhodné kvůli nepřehlednosti vydat  
nový zákon o kolektivním investování, současný ZKI již byl  
desetkrát novelizován (z toho jednou podstatně)<sup>53</sup> a do po-  
loviny roku 2011 je do českého práva kolektivního investo-  
vání zapotřebí implementovat novou směrnici UCITS.

Základním principem případné implementace směrnice  
AIFM by měl být požadavek, aby česká regulace alterna-  
tivních fondů nebyla přísnější, než vyžaduje směrnice AIFM  
(až na výjimku uvedenou níže). Směrnice AIFM neobsahuje  
prakticky žádné diskrece, jichž by mohl členský stát využít.  
Za jediný velký prostor k uvážení pro českého zákonodár-  
ce považujeme případné stanovení přísnějších požadavků  
pro správce veřejně nabízených alternativních fondů. Nav-  
rhujeme upustit od dosavadní regulace investiční politiky  
veřejně nabízených alternativních fondů, ta by měla být  
nahrazena regulací správců podle směrnice AIFM. Z úpravy  
směrnice UCITS by bylo vhodné pro veřejně nabízené alter-  
nativní fondy převzít informační povinnosti, jež jsou cílené  
na neprofesionální investory (zejména spotřebitele).

I kdyby nebyl návrh směrnice AIFM či jiné evropské regula-  
ce alternativních fondů přijat, je v případě české regulace  
vhodné uvažovat o její změně. Prvním návrhem autorů to-  
hoto článku je maximální možné sjednocení pravidel veřejné

49 Srov. [http://www.nytimes.com/2009/11/17/business/global/17inside.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/11/17/business/global/17inside.html?_r=1), <http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1556271/news-focus-sweden-raises-issues-draft-eu-directive>, <http://online.wsj.com/article/SB125737892834929505.html>.

50 K původnímu návrhu směrnice AIFM se prostřednictvím ministryně financí Christine Lagarde vyjádřila zamítavě Francie z důvodu příliš minimalistické regulace (obdobně se vyjádřil významný člen Hospodářského a měnového výboru Evropského parlamentu Poul Nyrup Rasmussen v době svého působení v Evropském parlamentu). Francie by nejraději regulovala přímo jednotlivé fondy. Srov. <http://www.iewa.com/blogosphere/eu-shuns-funds>.

51 Srov. vyjádření generálního ředitele AIMA Andrew Bakera na <http://www.hedgeco.net/blogs/2010/02/16/aima-warns-of-protectionist-outcome-in-aifm-hedge-fund-directive/>.

52 Podíl obhospodařovaného majetku čtyř největších správců (investičních společností) v sektoru českých alternativních fondů je vypočítán podle údajů k 30. 6. 2009.

53 Novelou provedenou zákonem č. 224/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.



nabídky fondů kolektivního investování a investičních cenných papírů.<sup>54</sup> Nevidíme také důvodu mít vedle sebe dva podobně regulované sektory standardních fondů a veřejně nabízených alternativních fondů. Prostor vidíme především v uvolnění regulace veřejně nabízených alternativních fondů. Nabídka druhů veřejně nabízených alternativních fondů podle ZKI také výrazně zaostává v konkurenci regulací jiných členských států.<sup>55</sup> Chybí zejména fondy private equity, komoditní fondy a infrastrukturové fondy. V otázce možného zařazení hedge fondů mezi veřejně nabízené alternativní fondy jsme z hlediska ochrany neprofesionálního investora opatrnější, návrh přiměřené regulace v České republice dosud nebyl, alespoň podle našich informací, důkladně promyšlen. Je otázkou, zda pouze regulace je tou hlavní překážkou, která brání ve větším rozvoji českých fondů. Aby se Česká republika stala pro sektor alternativních fondů atraktivní, je zapotřebí upravit i související daňovou regulaci, která má v evropské konkurenci určité nedostatky.<sup>56</sup>

## 8. ZÁVĚR

Analýza českého trhu kolektivního investování ukázala, že české alternativní fondy nebyly příčinou krize, ba ani tím, kdo by tuto krizi prohloubil. Možnými důvody byla jejich malá relativní velikost, opatrná investiční politika nebo existující regulace. Problematickou však vidíme existenci dvou obdobných sektorů kolektivního investování – alternativního a standardního. Zejména sektor veřejně nabízených alternativních fondů je téměř totožný se sektorem standardních fondů, ať už se to týká způsobu regulace nebo struktury držení aktiv v portfoliích. Proto vidíme prostor pro reformu směrem k osamostatnění regulace sektoru alternativních fondů a tím vytvoření efektivnějšího konkurenčního prostředí.

Návrh směrnice AIFM vnímají autoři tohoto článku spíše jako vynucenou reakci Komise na volání po regulaci jako prostředku odvrácení další krize. Bohužel, prvotní záměr regulovat pouze systémově významné alternativní fondy se změnil v nadměrnou regulaci téměř všech alternativních fondů. Případné přijetí směrnice AIFM a její následná implementace do českého právního řádu by neměly vzhle-

dem k vysoké míře současné domácí regulace pro české alternativní fondy znamenat převratné změny. Domníváme se však, že není ekonomicky účelné zavádět takto přísné uspořádání pro prakticky celý evropský sektor alternativních fondů. Přínosem by byla celoevropská analýza alternativních fondů a zásadní diskuze o regulaci alternativních fondů s dalšími členy skupiny G 20.<sup>57</sup>

## LITERATURA:

BECKMANN, K., SCHOLTZ, R. D., VOLLMER, L. (ed.) (2009): *Investment*, Kommentar, Erich Schmidt, Berlin, ISBN 978-3-503-000-59-3.

BERMAN, M. (2007): *An Introduction to Hedge Funds*, Risk Books, London, ISBN 978-1-904-339-91-5.

DANIELSSON, J., ZIGRAND, J. P. (2007): *Regulating hedge funds (Special issue on hedge funds)*, Financial Stability Review of Banque de France 10/2007, ISBN 978-0-471-980-20-9.

FABOZZI, F. J. (2006): *Handbook of Alternative Assets*, 2. vydání, Wiley Finance, Hoboken.

FRUSH, S. (2007): *Understanding Hedge Funds*, McGraw-Hill, New York, ISBN 0-07-148593-7.

GIBSON, W. (ed.) (2009): *The Euromoney Hedge Funds and Alternative Investments Handbook 2009*, Euromoney Institutional Investor, London, ISBN 978-1-843-745-35-8.

GREMILLION, L. (2005): *Mutual Fund Industry Handbook*, Wiley Finance, Hoboken, ISBN 978-0-471-736-24-0.

GRIGORIOU, G. N. (ed.) (2009): *Encyclopedia of Alternative Investments*, Taylor and Francis Book, Boca Raton, ISBN 978-1-4200-6488-9.

HEIDINGER, M., PAUL, N., SCHMIDT, N., SPRANZ, D., URTZ, Ch., WACHTER, L. (2004): *Kommentar zum Immobilien-Investmentfondsgesetz*, Linde, Wien, ISBN 3-7073-0309-8.

54 Úprava veřejné nabídky investičních cenných papírů a prospektu cenného papíru podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, se na cenné papíry kolektivního investování nevztahuje. Pravidla veřejného nabízení cenných papírů kolektivního investování stanovuje ZKI samostatně.

55 Pokud nebudou regulováni správci alternativních fondů, je přiměřené regulovat investiční politiku alternativních fondů.

56 Srov. např. vyjádření náměstka ministra financí Petra Chrenka na <http://www.financninoviny.cz/zpravy/investicni-fondy-ma-lakat-nizsi-dan/364709>.

57 V únoru 2010 publikovala britská FSA výsledky výzkumu chování hedge fondů s ohledem na finanční stabilitu. Tento výzkum výskyt systémového rizika při činnosti hedge fondů neprokázal. Srov. [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/hedge\\_funds.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/hedge_funds.pdf).

LHABITANT, F. S. (2007): *Handbook of hedge funds*, Wiley Finance, Chichester, ISBN 978-0-470-0226-63-2.

LO, A. W. (2008): *Hedge Funds: An Analytic Perspective*, Princeton University Press, Princeton, ISBN 978-0-691-132-94-5.

MUSÍLEK, P. (2002): *Trhy cenných papírů*, Ekopress, Praha, ISBN 80-86119-55-6.

OESTERLE, D. A. (2006): *Regulating Hedge Funds*, June 2006, Ohio State Public Law Working Paper No. 71; Center for Interdisciplinary Law and Policy Studies Working Paper No. 47.

