

Západočeská univerzita

v

Plzni

Fakulta právnická



Diplomová práce

Investiční společnosti a investiční
fondy jako subjekty
kolektivního investování

Jakub Hron

*„Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně
a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal
způsobem ve vědecké práci obvyklým.“*

Plzeň, březen 2018

.....

Jakub Hron

Rád bych především poděkoval vedoucí mé diplomové práce, proděkance pro studijní záležitosti, paní JUDr. Petře Jánošíkové, za její podporu a cenné rady nejen při vedení této diplomové práce, ale také během celého studia.

Dále bych rád poděkoval svým nejbližším přátelům za jejich neustávající entusiasmus ve výše zmíněné době, jež nemalou měrou přispěl k dokončení mého studia, jehož je tato práce součástí.

Obsah

Úvod	1
Cíl práce	3
Metodika práce	4
1. Právní úprava před účinností současného zákona	5
2. Prostředí investičních společností a fondů předcházejících současné právní úpravě	6
3. Počátky kolektivního investování ve světě	8
3.1 <i>Dvacátá léta na Newyorské burze a její krach</i>	9
3.2 <i>Rozšíření otevřených podílových fondů a související právní předpisy</i>	11
4. Vývoj kolektivního investování v Evropě	15
4.1 <i>Směrnice předcházející dnešní úpravě</i>	16
4.2 <i>Evropský pas</i>	17
5. Investiční fondy v České republice	19
5.1 <i>Porevoluční stav</i>	19
5.2 <i>Soudobý vývoj</i>	24
6. Geneze Zákona o investičních společnostech a investičních fondech ..	26
6.1 <i>Rozšíření forem osob</i>	28
6.1.1 <i>Svěřenský fond a investiční svěřenský fond</i>	28
6.1.2 <i>Akciová společnost s proměnným základním kapitálem, tzv. SICAV</i>	29
6.1.3 <i>Novelizace SICAV, dualistický systém a základní kapitál</i>	30
6.1.4 <i>Atraktivita SICAV pro zahraniční společnosti</i>	31
6.2 <i>Komanditní společnost</i>	33
6.2.1 <i>Komanditní společnost ve světle ZISIF</i>	34
6.3 <i>Pilíře nové právní úpravy</i>	36
6.3.1 <i>Obhospodařovatel fondu</i>	36
6.3.2 <i>Administrace a administrátor</i>	38
6.3.3 <i>Nabízení investic</i>	39
7. Srovnání se zahraniční úpravou a implementací příslušných směrnic 41	
<i>Srovnání s Německým prostředím</i>	41
8. Problémy současné legislativy	43
8.1 <i>Zdanění nemovitostních fondů</i>	43
Závěr	49
Resumé	51

Seznam použité literatury	52
<i>Monografie</i>	52
<i>Legislativa a důvodové zprávy</i>	52
<i>Internetové zdroje</i>	53

Úvod

Téma mé diplomové práce jsem zvolil zejména (nikoliv však výlučně) ze dvou důvodů. Prvním impulzem byla má letní stáž, kterou jsem absolvoval v mezinárodní advokátní kanceláři a která mi otevřela rozhled do úplně jiných oblastí práva, než do kterých jsem měl jako student možnost nahlédnout v rámci svého studia na právnické fakultě.

Druhým ovlivňujícím faktorem byla pak pracovní náplň mých přátel, kteří se bez výjimky pohybují ve finančním světě a jímž jsem byl i já, přes svůj počáteční vzdor, nakonec ovlivněn.

V neposlední řadě se domnívám, že kolektivní investování je do jisté míry ovlivněno rozdělením vrstev ve společnosti, jejich finanční gramotností a v neposlední řadě také logickou motivací vyšších vrstev své finanční prostředky udržovat, či ještě lépe zhodnocovat, a to většinou formou odborných institucí a institutů.

I přes to, že konzumentem související právní úpravy jsou fyzické osoby pouze okrajově, dává si tato práce za cíl aspoň přiblížit jednotlivá témata i neodborné veřejnosti.

Nejvíce limitujícím pro mě byl při zpracování této diplomové práce neodstátek aktuálních zdrojů. V řadách monografie je snad jediným relevantně použitelným zdrojem komentář k zákonu. Diplomové práce, které byly na toto téma vytvořeny nereflektují tržní situaci po zavedení zákona, pouze se zaobírají zákonem jako takovým. V rámci internetových zdrojů je na aktuální témata k problémům současné legislativy možno dohledat téměř pouze několik materiálů konzultačních společností, které však klíčové informace neposkytují zadarmo a pouze jejich klientům.

V tomto ohledu bylo mým záměrem přinést nové informace, které jsem hodlal čerpat zejména z mého bývalého zaměstnání a pak z okruhu kolegů z tzv. Big four. Bohužel, většina takto

získaných informací nebyla pro tuto diplomovou práci použitelná, neboť mi nebylo umožněno uvést zdroje těchto informací.

Důsledkem těchto faktů je tak ne příliš přesné znění názvů jednotlivých kapitol, neboť až při hlubším zkoumání celkové problematiky při zpracovávání této práce jsem zjistil, že některé směry je nutno opustit a některé naopak rozšířit.

I přes to jsem toho názoru, že tato diplomová práce přináší zejména v oblasti zdanění nemovitostních fondů a širšího pohledu na souvislosti mezi kuponovou privatizací a následnou právní úpravou ucelený a nový pohled na tuto problematiku.

Cíl práce

I přes to, že konzumentem související právní úpravy jsou fyzické osoby pouze okrajově, dává si tato práce za cíl aspoň přiblížit jednotlivá témata i neodborné veřejnosti.

Cílem práce je především uceleně seznámit čtenáře se situací ohledně vývoje úpravy kolektivního investování v České republice a s tím souvisejícím společensko ekonomickým prostředím. Dle mého názoru je nutno téma chápat nejen jako čistě technicky právní, ale také z pohledu historicky ekonomického a širších souvislostí.

Jsem si také vědom toho, že na současnou právní úpravu již několik diplomových prací zpracováno bylo. Jak jsem již nastínil v úvodu, vycházel jsem z faktu, že díky přístupu k informacím ohledně kapitálového trhu a investičních společností a fondů budu schopen vnést do tématu nové informace reflektující současnou právní úpravu, neboť, pokud je mi známo, taková práce zde ještě zpracována nebyla.

Na základě svých zkušeností a sledování tématu se pak v poslední kapitole věnuji tématu zdanění nemovitostních fondů, které je dle mého názoru nejaktuálnější k danému tématu diplomové práce z pohledu právní úpravy *de lege ferenda* a českého prostředí. Změnový zákon, který je v současné době v projednávání Poslanecké sněmovny byl předložen teprve dva měsíce před sepsáním této diplomové práce.

Metodika práce

První část práce se věnuje situaci ohledně investičních společností a investičních fondů jak ze strany právního prostředí, tak ze strany ekonomického pohledu. A to zejména popisem historických faktů.

Druhá část práce krátce seznamuje čtenáře s utvářeným prostředím investičních společností a fondů a kolektivního investování obecně, jež je zásadním způsobem určující pro vývoj jak evropského trhu, tak i české legislativy.

Logickým krokem navazuje vývoj kolektivního investování v Evropě, především z pohledu směrnic ovlivňujících právní úpravu posledních dvaceti let v evropském měřítku.

Třetí část práce je věnována pohledu na vznik současné právní úpravy a její hlavní instituty. Nejedná se o ucelený výčet, neboť toto již bylo popsáno v několika pracích, ale pouze o demonstrativní výčet nejdůležitějších pojmů, které jsou pro pochopení problematiky nezbytné a tvoří také hlavní pilíře současné právní úpravy.

V poslední části diplomové práce je reflektována současná legislativa a některé její nedostatky z pohledu moci zákonodárné.

1. Právní úprava před účinností současného zákona

Ke dni odevzdání této diplomové práce je v účinnosti zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech ve znění pozdějších předpisů, jehož aktuální znění vychází z poslední novelizace, která proběhla zákonem č. 377/2015 Sb. a jejíž účinnost nastala ke dni 1. ledna 2018.

Z historicko – politických důvodů nastíněných dále byla právní úprava poměrně překotná. Nejprve byl v letech 1991 – 1992 sepsán zákon č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech. Ten ovšem vznikl za poměrně složitých politických podmínek a nerefletoval, ba ani nemohl reflektovat právní úpravu v okolních evropských státech. Kauzy devadesátých let a již připravovaný vstup do Evropské unie pak vyústily v zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování, který primárně transponoval směrnici Rady 85/611/EHS, tedy UCITS I. Problémem tohoto zákona byl především velký počet jeho pozdějších novelizací, který vycházel ze dvou faktů. Za prvé jeho struktura neodpovídala trendům kolektivního a kvalifikovaného investování a za druhé ani právní strukturu evropských úprav a směrnic Evropské unie. To vedlo, spolu s inkorporací evropské legislativy ve světle aproximace právního řádu České republiky ke značné roztříštěnosti a nekomplexním zásahům do zákona.

2. Prostředí investičních společností a fondů předcházejících současné právní úpravě

Jak jsem již zmínil v úvodu práce, ekonomické prostředí v České republice bylo poznamenáno plánovaným hospodářstvím, které nepřipouštělo kolektivní investování a tak zatímco ve světě se investiční společnosti a fondy rozrůstaly a s tím se rozrůstalo a zdokonalovalo i právní prostředí, o počátcích právního prostředí u nás můžeme hovořit až od devadesátých let minulého století. Toto však bylo významně zrychleno vstupem do Evropské unie a s tím související nevyhnutelnou harmonizací právní úpravy s právním prostředím ostatních unijních států.

V České republice činila k 31. 12. 2011 hodnota majetku ve fondech kolektivního investování se sídlem v České republice evidovaných Asociací pro kapitálový trh (dále jen „AKAT“) cca 155,1 mld. korun. Z tohoto celkového objemu je podle údajů AKAT obhospodařováno 64 mld. korun standardními fondy a zbytek je obhospodařován speciálními podílovými fondy nebo fondy kvalifikovaných investorů.¹

¹ *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: DŮVODOVÁ ZPRÁVA, strana 1*

Celkový počet fondů se sídlem v České republice

Standardní fondy (UCITS)		37
Ostatní fondy kolektivního investování (speciální fondy)		173
Z toho dle právní formy:	Akiové společnosti (všechny jsou fondy kvalifikovaných investorů)	58
	Podílové fondy kvalifikovaných investorů	36
	Ostatní podílové fondy	79

Zdroj: ČNB, stav k 31.12.2011

Celkový majetek českých investorů v domácích a zahraničních fondech nabízených v České republice

Typ fondu	Počet	Hodnota majetku
Fondy kvalifikovaných investorů se sídlem v CR	80*	47,7 mld. Kč
Standardní fondy se sídlem v CR	42	64,1 mld. Kč
Speciální podílové fondy se sídlem v CR	74	44,2 mld. Kč
Fondy se sídlem v CR celkem	196*	155,1 mld. Kč
Fondy se sídlem v zahraničí nabízené v CR celkem		115,8 mld. Kč

Zdroj: AKAT, stav k 31.12.2011

3. Počátky kolektivního investování ve světě

Kolektivní investování není, jak by se nastíněním této kapitoly mohlo zdát, pouze otázkou dvacátého a jednadvacátého století. Jeho historická definice je však otázkou náhledu na pojem jako takový. Hovoříme – li o shromažďování financí v rámci kolektivu osob, které svobodně a za účelem dosažení zisku investují svůj přebytečný kapitál formou společnosti (většinou akciové), sahají počátky až do 17. a 18. st. Jsou spojeny především s rozvojem námořních výprav a burzovního světa. Zřejmě nejznámější společností z počátků kolektivního investování byl fond Eendragt Maakt Magt (V jednotě je síla) založený v roce 1774 amsterdamským makléřem Abrahamem van Kenwitchem. Záměrem bylo investovat do dluhopisů vydaných zahraničními vládami a bankami a do půjček na plantáže v Západní Indii. Investorům byla přislíbena dividenda ve výši 4%, s možným navýšením dle situace na trhu. Fond byl kótován na 25 let s tím, že likvidační výtěžek měl být rozdělen mezi zbývající investory. Bylo emitováno 2000 ks akcií, které byly později obchodovatelné pouze od stávajících akcionářů. Akcie byly vydávány jak na majitele, tak na doručitele, přičemž poslední zmíněné vyžadovaly registraci u emitenta. Dle dnešní právní úpravy bychom tento fond nejspíše označili za uzavřený investiční fond s pevným počtem emitovaných akcií. Podle W.H. Berghuise, investičního manažera T. Rowe Price, se jedná o první podílový fond vůbec.²

² ROUWENHORST, K. Geert. The origins of mutual funds. *The origins of mutual funds* [online]. Yale School of Management: Yale international center for science, 2004, s. 31 [cit. 2018-03-13]. Dostupné z: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=675084119021003015098025117113064122024006056079005030120083091022113109009096079123124060121106033007109031007116111018069029087010081022085096028125097105123085060041006065111098095030125095127093117013116001016011127006095030069083120072005106&EXT=pdf>

Je bezesporu, že určujícím prostředím pro tržní ekonomiku dvacátého století byly právě Spojené státy. Ať už v pozitivním či negativním slova smyslu. Pro vývoj investičního prostředí jsou klíčové dva milníky. Krach newyorské burzy v roce 1929 a osmdesátá léta, potažmo léta sedmdesátá.

3.1 Dvacátá léta na Newyorské burze a její krach

Poválečná dvacátá léta znamenala pro spojené státy ekonomický boom. Velmi zjednodušeným příkladem je například Fordova pásová výroba automobilů. Tempo hospodářského růstu se drželo okolo 4% a hlavní industriální index Dow Jones Industrial average strmě rostl. Vidina prosperity burzy a souvisejících instrumentů a postupné bohatnutí amerických domácností přivedlo k investování i méně zkušené investory. To dokládají i čísla podílových fondů.

„Všeobjímající optimismus nezastavil ani pokles kurzů z 13. května 1927 a burza se rychle zotavila. Rovněž hospodářství se hnalo neúnavně vpřed a na "zelené louce" vyrůstalo množství nových podniků. V období mezi roky 1921 až 1928 rostla průmyslová výroba v Americe ročně o 4 procenta, v letech 1927 a 1928 dokonce o 15 %! Motorem tohoto neobvykle silného růstu byl boom na kapitálovém trhu. V roce 1921 bylo v USA jen asi 40 investičních společností. Na konci roku 1926 vzrostl jejich počet na 160 a o rok později na 300. Jenom mezi rokem 1927 a podzimem roku 1929 zaznamenaly investiční společnosti více než desetinásobný vzestup svého celkového jmění.”³

³ Krach na newyorské burze v roce 1929. *Peníze.cz* [online]. Praha: Partners media [cit. 2018-03-13]. Dostupné z: <https://www.penize.cz/15898-krach-na-newyorske-burze-v-roce-1929>

Reklamní slogany jako “každý je povinnen zbohatnout” nebo “jaké akcie si dame pod stromeček” hnaly nezkušené investory k takovým iracionálním krokům, jako například úvěrování vlastních investic.

Výsledkem této situace bylo pročištění nabízených fondů a zdokonalení právního prostředí. Většina velkých uzavřených fondů zanikla a zůstaly téměř pouze male otevřené fondy. Z toho take vyplývaly přijaté zákony, a to konkrétně Zákon o cenných papírech (Securities act) z roku 1933, Zákon o burze cenných papírů (Securities exchange act) vydaný o rok později, byla založena Komise pro cenné papíry (Sec) a stanovena povinnost fondů se registrovat u SEC. Posledním větším aktem byl Zákon o investičních fondech (Investment companies act) z roku 1940.⁴ Nejdůležitějšími oblastmi zakotvenými v tomto zákoně byly hlavně povinnosti informační, správy portfolio, distribuce, vykazování a v neposlední řadě take reklamy. Zpřísnění legislativy a americké zahraniční aktivity v padesátých letech spolu s prosperující ekonomikou přiměly občany opět investovat, tentokrát již však ve valné většině do otevřených fondů (open-end funds).⁵

⁴ Tento zákon byl později novelizován v roce 1970 a 1996

⁵ PUDLÁKOVÁ, Tereza. *Kolektivní investování* [online]. Praha, 2009 [cit. 2018-03-14]. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, Katedra teorie národního hospodářství. Vedoucí práce PhDr. Mgr. Pavel Seknička, PhD.

3.2. Rozšíření otevřených podílových fondů a související právní předpisy

Větší míra právní jistoty a začínající konjunktura znamenala rozvoj akciových trhů a s tím souvisejících fondů. Zatímco ve dvacátých letech byl průměrný růst fondů ve Spojených státech okolo 4%, v padesátých a šedesátých letech se dostal až na 18% ročně. Taktéž se zvýšil počet podílníků ze 3 na 50 milionů a obchodovaný majetek ze 2 na 50 milionů amerických dolarů.⁶

Nejen růst americké ekonomiky, ale i regulatorika zhodnocení vkladů na běžných účtech nahrávaly kolektivnímu investování. V sedmdesátých letech se kapitál přesunul z akciových trhů do finančního investování, čehož si všimli investiční manažeři a vznikají tak otevřené fondy peněžního trhu investující do finančních nástrojů peněžního trhu. V roce 1933 byla Zákonem o bankách, konkrétně v části 11, zakotvena takzvaná Regulace Q.⁷ Tato regulace, mimo jiné, stropovala maximální výši úroku, kterou bylo možné připsat na bankovní vklady (max. 4-5% p.a.). Účelem takového omezení byla zejména snaha předejít opakování situace předcházející krachu newyorské burzy. Selhání bank, spočívající v nadměrné bankovní soutěži o vkladové fondy snížilo rozpětí mezi úrokovými a úvěrovými sazbami a banky tak nadměrně spekulovaly s investovanými prostředky.

⁶ KOHN, M. *Financial Institutions and Markets*. 2nd ed. New York: Oxford University Press, 2004. Str.291

⁷ Tato regulace byla účinná až do roku 2011. Poté byly některé její části převzaty a jsou dnes součástí tzv. Regulace D ve formě nařízení Federálního rezervního fondu, který stanovuje kapitálové požadavky pro banky ve Spojených státech. Dostupné zde: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CFR-2010-title12-vol11/pdf/CFR-2010-title12-vol11.pdf>

Výše zmíněné chování více než přispívalo k tomu, že nejen Američané, ale i velké instituce opět začaly investovat do fondů s vidinou vyšších výnosů než z klasických bankovních produktů. Důležitým faktorem pro velké instituce, které samy o sobě měly přístup k investicím do finančních produktů, pak byla lepší diverzifikace portfolia a také lepší likvidita. Doprovodným faktorem investic do finančních produktů a včasného přeorientování investičních manažerů včetně již zmíněné regulace Q byly i dvouciferné úrokové sazby fondů. Rostoucí oblibu fondu pak dokládá přiložená tabulka Fondů peněžního trhu a jejich obrátů v sedmdesátých letech ve Spojených státech.

Vývoj počtu fondů ve Spojených státech

Rok	Počet fondů	Celková aktiva	Rok	Počet fondů	Celková aktiva
1974	15	1715	1982	281	206608
1975	36	3696	1983	307	162549
1976	48	3686	1984	329	209731
1977	50	3888	1985	348	207535
1978	61	10858	1986	360	228346
1979	76	45214	1987	389	254676
1980	96	74448	1988	432	272293
1981	159	181910	1989	463	358719

Zdroj: LIŠKA, V., GAZDA, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování 2004.

V sedmdesátých létech minulého století vypukla ve Spojených státech ropná krize, která byla vyvolána dvěma faktory. Prvním byla snaha tehdejšího prezidenta Richarda Nixona o odpoutání

amerického dolaru od zlatého standardu. To vyvolalo nervozitu na trhu a vzhledem k tomu, že většina obchodů byla (a je do dnešní doby) realizována v kurzu USD, dostávali za ní dovozci skokově jméně. Druhým faktorem bylo uvalené snížení těžby ropy ze strany OPEC⁸ cca o 5% z důvodu ovlivňování její ceny a zároveň embargo na dovoz ropy do států, které podporovaly Izrael během Jomkipurské války. To vedlo ke stagflaci, která trvala až téměř do konce sedmdesátých let.

Po opětovném nastartování ekonomiky na začátku osmdesátých let pak bylo možné poměrně jednoduše převést prostředky z fondů finančního trhu zpět do fondů akciových a Američané opět začali projevovat zájem o tuto formu investování. K tomu přispěla také daňová reforma z roku 1986 a předešlá penzijní reforma, která právě prostřednictvím penzijních plánů navázala kapitál na investice do fondů. "

V devadesátých letech pak Spojené státy sledovaly obecný trend specializace jednotlivých fondů, který samozřejmě kopíroval rostoucí nabídku bankovních i nebankovních produktů a zájem investorů a specifické formy investování a s tím související diverzifikaci portfolia a distribuce likvidity. Na přelomu tisíciletí tvořila aktiva horní pětky více jak 30% trhu. To samozřejmě vedlo ke zvýšení konkurence a tím i ke snížení poplatků za správu jednotlivých fondů.

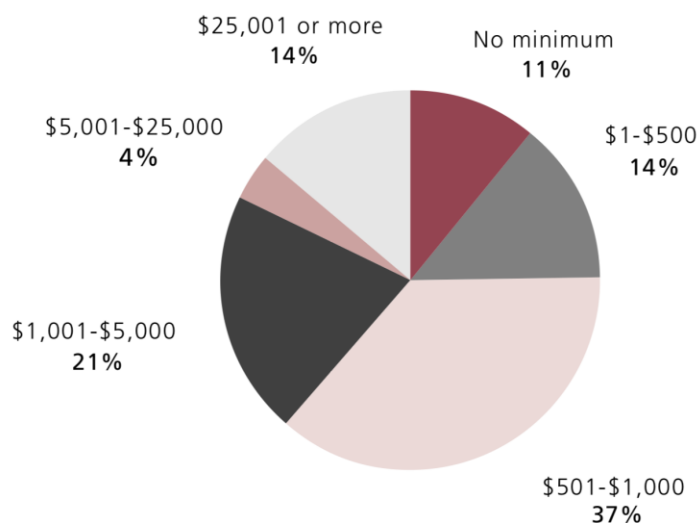
Zajímavý je nejen rostoucí počet fondů, který se v devadesátých letech téměř ztrojnásobil a hodnota aktiv, která se vyšplhala na téměř 7 bilionů dolarů, ale také rozdělení minimálních investic do fondů, které svědčí o volných aktivech investujících Američanů.

⁸ Organizace zemí vyvážejících ropu, další informace dostupné na: http://www.opec.org/opec_web/en/

Minimální investiční požadavky na podílové fondy, 2000
(procentní rozdělení prostředků podle minimálních investičních požadavků)

Mutual Fund Minimum Investment Requirements, 2000

(percent distribution of funds by minimum investment requirement)*



**Many mutual funds offer lower investment minimums for Individual Retirement Accounts and automatic investment plans.*

Note: Components do not sum to 100 percent due to rounding.

Zdroj: The origins of mutual fund, K. Ruteworth, 2012

4. Vývoj kolektivního investování v Evropě

Evropské trhy a jejich vývoj byly (a jsou) do dnešní doby odvislé od dvou faktorů. Prvním z nich je vliv amerického trhu na evropský s určitým zpožděním. Ať již to byla dvacátá léta a progrese amerického hospodářství, či krach americké burzy, chladná čtyřicátá léta nebo opětovný vzestup trhů v letech padesátých.

I přes to, že historie evropského společenství sahá do padesátých let, z hlediska kolektivního investování tehdejší rozložení nemělo zásadní význam. A to ze dvou důvodů. Za prvé chyběla evropskému společenství⁹ (později i Evropské unii) jednotná evropská měna, který by do jisté míry kolektivní investování a související trhy usnadnila a za druhé, a to je důvod hlavní, chybějící společný právní rámec.

Zatímco ve spojených státech se významný posun v právní úpravě dostavil již v padesátých letech minulého století, státům evropského společenství jednotná právní úprava chyběla. To mělo za následek nejen nepřehledné a nejisté prostředí pro investory, ale také komplikovanou migraci společností a fondů v rámci Evropy a jejich konkurenceschopnost.

První snahy o sjednocení právního rámce byly spojeny s takzvaným Jednotným evropským aktem z roku 1986¹⁰, který byl revizí tzv. Římských smluv. Jeho hlavními cíli bylo posílení Evropského parlamentu, lepší usnášenišchopnost Rad, změna společného celního sazebníku, ale zejména odstranění zbývajících překážek obchodu, neboť v roce 1992 měl vzniknout společný trh Evropského společenství.

⁹ Myšleno členské státy Evropského společenství uhlí a oceli, v širším pojetí pak státy střední a západní Evropy

¹⁰ Podepsán o rok později, 17. února 1987 v Lucemburku

4.1. Směrnice předcházející dnešní úpravě

První harmonizační směrnicí byla směrnice Rady Evropských společenství č. 85/611/EHS¹¹ o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („Council directive on the coordination of laws, regulations, and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities), zkráceně také označována jako UCITS.¹² Tato směrnice měla za úkol právě ochranu jednotného právního postavení investorů, sjednocení podmínek hospodářské soutěže a v neposlední řadě také sloužila jako jeden z pilířů při zavádění jednotného evropského kapitálového trhu. V dnešní době existuje již UCITS V, tedy páté vydání této směrnice, kterému bych rád věnoval později v rámci této práce.

Směrnice se však stahuje pouze na subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, mezi které dle směrnice patří zejména:

- akcie společností a další cenné papíry rovnocenné akciím společností,
- dluhopisy a jiné formy dluhových cenných papírů všechny ostatní obchodovatelné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo nabýt takové převoditelné cenné papíry upisováním nebo výměnou

¹¹ Přijata 20. prosince 1985, v českém překladu označování jako SKIPCP, dostupná z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=celex%3A31985L0611>

¹² Směrnice vyžadují, aby členské státy EU dosáhly určitého výsledku, ponechávají jim však svobodu volby v tom, jak to učiní. K dosažení cílů stanovených ve směrnici musí členské země přijmout opatření, aby mohly tuto směrnici začlenit do vnitrostátního práva (tzv. provedení). Vnitrostátní orgány musí o těchto opatřeních informovat Evropskou komisi. Provedení do vnitrostátního práva se musí uskutečnit ve lhůtě stanovené při přijímání směrnice (obvykle do 2 let). Pokud některá země směrnici do svého práva neprovede, může Komise zahájit.

Nevztahuje se tedy na:

- SKIPCP uzavřeného typu
- SKIPCP zvyšující kapitál bez propagace prodeje svých podílových jednotek veřejnosti ve Společenství nebo kterékoli jeho části,
- SKIPCP, jejichž podílové jednotky mohou být podle statutu fondu nebo podle zakládacích dokumentů investiční společnosti prodávány výhradně veřejnosti ve třetích zemích,
- kategorie SKIPCP stanovené právními předpisy členských států, v nichž se dané SKIPCP nacházejí, pro něž jsou pravidla stanovená v oddílu V a článku 36 nepřiměřená z důvodu jejich investiční a úvěrové politiky.¹³

Směrnice se na výše zmíněné formy fondů nevztahuje. To však neznamená, že by tyto byly zakázány, pouze nejsou upraveny touto směrnicí a je tak na jednotlivých členských státech, zda – li a případně jakou formou tyto ve svém právním systému zakotví. Takovými fondy mohou být fondy realitní, institucionální a další.

4.2. Evropský pas

Důležitým krokem k jednotnému kapitálovému trhu je institut takzvaného Evropského pasu, v některých zdrojích jako Jednotná licence, případně Jednotná evropská licence. Tento princip se prolíná celou směrnicí a dává tak možnost držiteli licence, vydané v domovském státě držitele, poskytovat služby i v ostatních

¹³ Článek 2, odstavec 1 *Směrnice Rady o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)*. In: 85/611/EHS. Dostupné také z: <http://eurlex.europa.eu/legalcontent/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:31985L0611&from=CS>

členských státech bez nutnosti žádat o další jednotlivé licence pro každý ze států. Tento princip pak navazuje na princip volného pohybu osobo, zboží a služeb, zakotvený v druhé kapitole Smlouvy o fungování Evropské unie. Přitom dohled nad těmito osobami zůstává k kompetenci domovského státu, který licenci udělil a tato osoba má pak oznamovací povinnost vůči dozorovému orgánu členského státu, ve kterém hodlá své služby poskytovat.

5. Investiční fondy v České republice

5.1. Porevoluční stav

O počátcích kolektivního investování zejména ve formě fondů na území České, potažmo československé republiky můžeme hovořit až od devadesátých let minulého století. Přestože, jak jsem již nastínil výše, historie kolektivního investování ve světě sahá dále, na našem území byl jejich rozvoj znemožněn zejména více než čtyřiceti lety plánovaného socialistického hospodářství, které tento mechanismus z podstaty věci nepřipouští.

Se změnou nejen státního zřízení, ale i řízení ekonomiky a s tím související změnou vlastnictví formou privatizace vznikla příležitost pro občany České a Slovenské federativní republiky (první vlna kuponové privatizace) a později pro občany České republiky (druhá vlna kuponové privatizace) k investici do převáděných státních podniků.

Myšlenka kuponové privatizace v té formě, která později proběhla v České republice vznikla v Polsku v okruhu tržně orientovaných poradců hnutí Solidarity okolo roku 1988. Snaha nahradit chybějící kapitál pro rozvoj a investice do státem vlastněných podniků v rámci přechodu z plánovaného na tržní hospodářství byla později realizována i na našem území.

Za hlavní strůjce Kuponové privatizace jsou považováni lidé z okolí Prognostického ústavu (původně „Kabinet Prognóz Akademie věd“, lidově také „Jakešova věštírna“), konkrétně pak významné politické osobnosti polistopadové éry jako byl pozdější prezident Václav Klaus či Tomáš Ježek (ministr bez portfeje vlády Petra Pitharta a předseda Fondu národního majetku).

Privatizace národního majetku byla realizovaná formou kuponových knížek. Občan, který se chtěl zúčastnit Kuponové privatizace si zakoupil za 35 Kčs kuponovou knížku a za 1000 Kčs známku a stal se tak tzv. DIKem, neboli Držitelem Investičních Kuponů. Tím se mohl účastnit Kuponové privatizace ve dvou

rovinách. V každém z vyhlášených kol mohl poptávat přímo jednotlivé akcie transformovaných společností, případně mohl jednotlivé kupony vložit do investičních fondů, které se od druhého kola jednotlivých vln taktéž účastnily privatizace. A to na základě zákona č. 92/1991 Sb., Zákon o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby (tzv. Zákon o velké privatizaci), konkrétně pak dle §22 a následující.

Mechanismus vstupu občanů do investičních fondů spojených s privatizací v prvním kole byl stanoven nařízením vlády:

„Investiční privatizační fond za investiční body převzaté od majitele investičního kupónu nakoupí pro tohoto majitele akcie s tím, že tyto akcie spolu s ostatními takto nakoupenými akciemi budou použity ke zvýšení základního kapitálu investičního privatizačního fondu. Majitelům předaných investičních bodů investiční privatizační fond vydá své akcie v hodnotě odpovídající takto zvýšenému základnímu kapitálu. Každý z těchto majitelů má nárok na akcie investičního privatizačního fondu v nominální hodnotě, která odpovídá poměru počtu jím předaných investičních bodů k celkovému počtu investičních bodů předaných tomuto fondu.“

Zájem o účast občanů v prvním kole byl poměrně velký, neboť se jej zúčastnilo 8,5 milionu oprávněných, z nichž však 72% vložilo své investiční kupony do investičních (privatizačních¹⁴) fondů.

Klíčové období pro utváření všeobecného povědomí o investičních fondech pak nastalo mezi první a druhou privatizační vlnou. Vzhledem k tomu, že 50% investičních bodů získaných od účastníků kuponové privatizace nabylo 20 největších fondů, byla tak poměrně úzce koncentrována velká tržní kapitálová síla.

¹⁴ Zákon č. 248/1992 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech pojem „privatizační“ nezná, jedná se pouze o terminus technicus

Na základě akcí získaných v prvním kole kuponové privatizace pak začaly osoby spojené s fondy vstupovat do dozorčích a řídicích orgánů privatizovaných společností a v souvislosti s nedokonalým právním prostředím, nízkou informační povinností se začínají objevovat první problémy.

Největší investiční skupiny podle počtu investičních bodů získaných v předkole první vlny

pořadí	investiční skupina	body (miliony)	podíl (%)	klíčoví lidé
1	Česká spořitelna	950	11,1	Miloslav Kohoutek , Jaroslav Klapal , Karel Kotrba
2	Investiční banka (Česko - PIAS)	724	8,5	Miroslav Tuček, Jiří Tesař, Libor Procházka
3	Harvard Capital & Consulting	639	7,5	Viktor Kožený, Juraj Široký, Boris Vostrý
4	Všeobecná úverová banka	501	5,8	Jozef Mudrík, Dušan Paulík
5	Komerční banka	466	5,4	Richard Salzmann , Karel Bednář
6	Česká pojišťovna	334	3,9	Vlastimil Uzel, Jaroslav Daňhel
7	Slovenské investície	188	2,2	Miroslav Nakládal
8	Slovenská sporiteľňa, VSŽ Košice	169	2,0	
9	Creditanstalt	166	1,9	
10	Investiční banka (Slovensko - PSIS)	145	1,7	Peter Vajda , Jozef Tkáč
11	PPE	118	1,4	Petr Kellner, Milan Vinkler, Štěpán Popovič
12	Živnostenská banka	118	1,4	Jiří Kunert
13	Slovenská poisťovňa	117	1,4	Blažej Krasnovský
14	Agrobanka	111	1,3	
	Mezisoučet	4 744	55,4	
	Ostatní investiční společnosti	1 367	16,0	
	Investiční společnosti celkem	6 112	71,4	
	Individuální investoři (tzv. DIKové)	2 454	28,6	
	Celkem	8 566	100,0	

Zdroj: Michal Mejstřík, the privatization Process in East – Central Europe: Evolutionary Process of Czech Privatizations, Kluwer Academic Publishers, NORwell, Massachusetts, 1997, strana

Jak vyplývá z uvedeného přehledu, původní záměr kuponové privatizace nebyl ve větší míře naplněn. Tři čtvrtiny privatizovaného státního majetku první vlny byly ve vlastnictví investičních společností a jejich fondů a to v období, kdy se dále chystaly privatizace vlastníků fondů jako takových. Například Komerční banka vznikla v roce 1990 vyčleněním ze Státní banky Československé (v roce 1992 byla transformována na akciovou společnost), stejně tak jako Česká spořitelna. Do těchto bank později vstoupili zahraniční investoři (Société Générale S.A. v případě Komerční banky a Erste Bank v případě České spořitelny). Konec devadesátých let minulého století byl pak ve znamení velkých změn na bankovním trhu. Nejen ve formě vstupu zahraničních investorů, ale zejména uvalením nucené správy na Investiční a poštovní banku, jež byla správcem neméně důležité První investiční společnosti, a.s., která v roce 2003 zanikla a její veškerý majetek přešel právě do ČSOB Investiční společnosti, stejně tak jako IPB samotná, která byla prodána ČSOB za symbolickou korunu.

Následovala druhá vlna kuponové privatizace, která probíhala již pouze v České republice a které se na rozdíl od první vlny mohly účastnit i podílové fondy. To však vedlo k další rozdrobenosti investovaného kapitálu a vyústilo v takzvanou neformální třetí vlnu privatizace, která měla za následek konsolidaci jednotlivých struktur a vzniku nových společností či holdingů.

„V březnu roku 1996 se některé investiční fondy rozhodly přeměnit na holdingové společnosti, což byly standardní akciové společnosti s jinou podnikatelskou činností než kolektivní investování. Prvními fondy, které začaly s přeměnou byly fondy skupiny HC&C (tzv. harvardské fondy). Do července téhož roku se připojilo dalších téměř 100 fondů. Důvodem byla snaha vyhnout se novele zákona o investičních společnostech a investičních fondech, která tyto přeměny značně ztěžovala, jelikož upravovala princip

schvalování změny předmětu podnikání. O této změně by pak musela rozhodnout na valné hromadě dvoutřetinová většina všech akcionářů a ti by také po přeměně museli být řádně vypořádáni. Holdingové společnosti se tak vyhnuly státní regulaci kolektivního investování, což vedlo ke snížení informační povinnosti, diverzifikaci rizik a likviditě jejich instrumentů. Holdingy vytvářely majoritní podíly ve spravovaných společnostech a díky neexistenci vlastnických limitů často docházelo k okrádání těchto společností i jejich minoritních akcionářů.⁷³

Transformace na holdingy spolu s nestandardními praktikami a zpronevěrami peněz v některých fondech, při kterých přišli o majetek i drobní akcionáři, vedly k rostoucí nedůvěře občanů v kolektivní investování. To vedlo k výraznému odchylování hodnoty portfolia od tržních cen akcií a podílových listů. Cenné papíry kolektivního investování byly obchodovány s obrovským diskontem, který se pohyboval kolem 40%.“¹⁵

Výše zmíněná fakta v souvislosti s nedostatečným právním rámcem pak vedla k narůstající nedůvěře právě v kolektivní investování a zatímco v ostatních, zejména západních, státech s tržní ekonomikou se jednalo o poměrně běžný prostředek investování, v České republice toto přišlo až později, a to se stabilizací bankovního trhu, s příchodem zahraničních investorů a také s úpravou právního prostředí, jež byl zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování a posléze zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, který je účinný do dnešní doby.

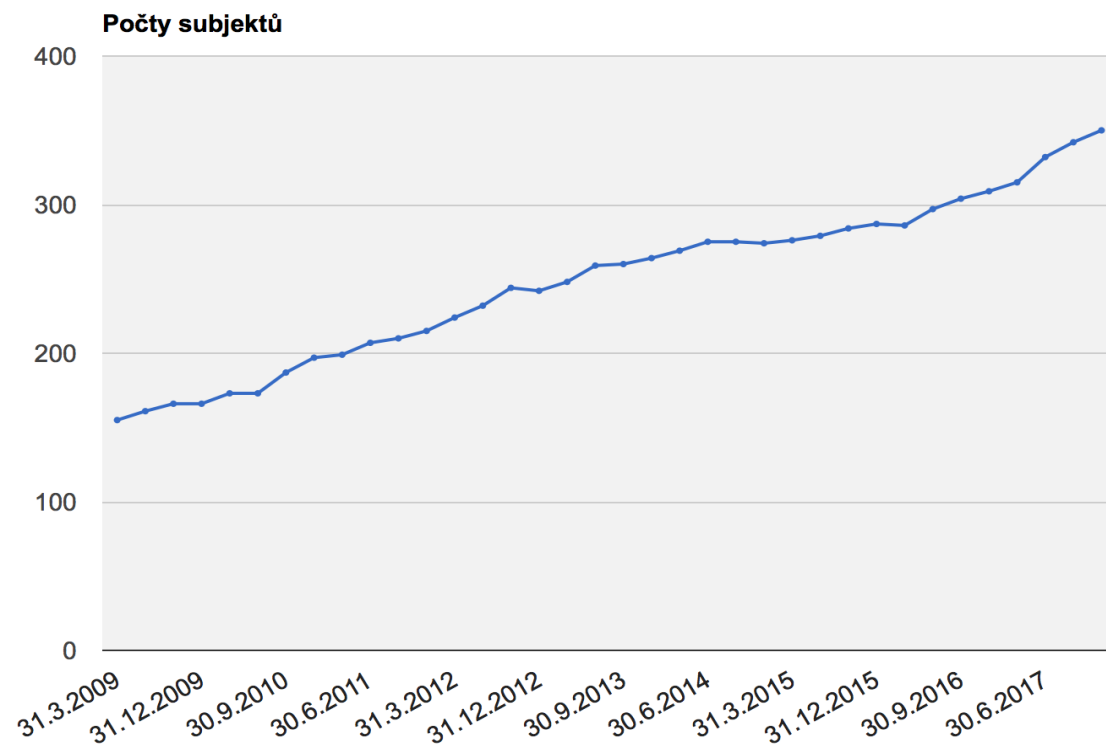
¹⁵ TŮMOVÁ, Eva. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICĚ A PERSPEKTIVY JEHO DALŠÍHO ROZVOJE. Brno, 2008. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko - správní fakulta. Vedoucí práce Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

5.2. Soudobý vývoj

Dle mého názoru v České republice navzdory západnímu vývoji převládá spoření tzv. pod polštář. I přes téměř nulové úročení depozit na bankovních účtech, které se nevyrovná ani míře inflace Češi stále nejsou zvyklí se svým kapitálem pracovat a zhodnocovat jej. Je otázkou, do jaké míry je tato situace ještě dána vývojem devadesátých let a napříč odbornou literaturou zmiňovaným strachem z fondů a investičních společností.

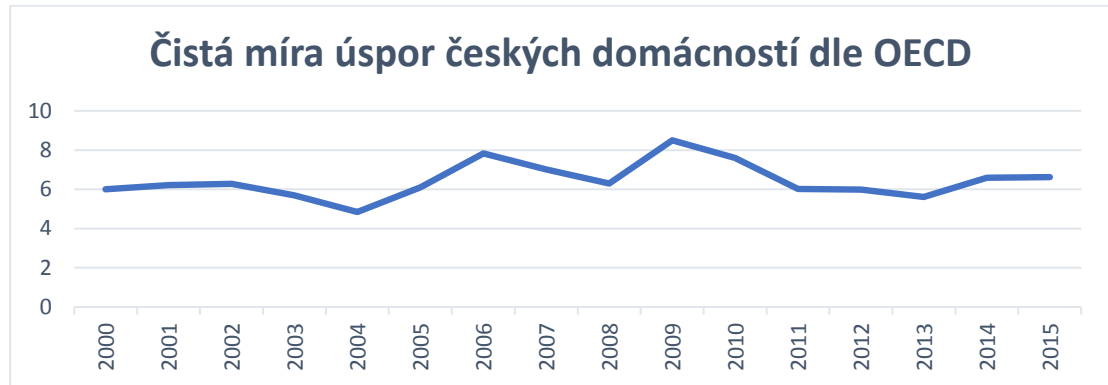
Dorostla však nová generace občanů, kteří nemají přímou osobní zkušenost s neúspěchem investování devadesátých let, mají rozhled a přístup k informacím. V období hospodářské krize po roce 2008 utrpělo fondové investování ztrátu jak mezi retailovými klienty, tak mezi korporacemi. Počet fondů kolektivního investování a jimi spravovaných prostředků se však v posledních letech rozrůstá poměrně lineárním tempem, jak je vidět na následujícím grafu České národní banky.

Investiční fondy v České republice, stav k 31.12.2017



Zdroj: Česká národní banka, ARAD systém časových řad

Dalo by se předpokládat, že mezi mírou uspořených prostředků a vývojem kolektivního investování bude možné spatřit jistou míru korelace. Jak však vyplývá z dat OECD, zatímco se objem měsíčně naspořených prostředků v segmentu retailu nemění, objem investovaných prostředků roste.



6. Geneze Zákona o investičních společnostech a investičních fondech

Není účelem této diplomové práce popisovat veškeré instituty předmětné a související právní úpravy. Na toto téma již také bylo sepsáno několik diplomových prací. Proto se pokusím nastínit z mého pohledu nejdůležitější novinky v této oblasti.

První zmínky o nutnosti změny právní úpravy se začaly objevovat v roce 2010. K tomu vedlo několik logických důvodů, z nichž jako hlavní bych dle mého názoru jmenoval tři.

Prvním z nich byla nepochybně blížící se nutnost implementovat směrnici UCITS IV¹⁶ a navazující UCITS V¹⁷, která v té době byla ve stádiu návrhu, jež jsou obě aktualizací původní směrnice 85/611/EEC (UCITS I). Nejen že České republice hrozily sankce za pozdní implementaci, ale zejména ztrácela možnost využití své geografické výhody ve středu Evropy, aby se stala novým centrem administrátorů či obhospodařovatelů investičních společností a fondů. Směrnice UCITS IV také reagovala na důležitá zjištění tehdejší doby. Byla to zejména situace po finanční krizi, kde se ukázaly některé nedostatky

S tím souvisí i druhý parametr, a to složitost právního prostředí. V tehdejší době stále platný Zákon o kolektivním investování například připouštěl pouze akciové společnosti a podílové fondy (§4 a §6 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování). To byl další z faktorů, který zdejší prostředí znevýhodňoval oproti zahraničí, neboť v tehdejší době se začaly

¹⁶ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive, (“o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů”), konsolidované nařízení Evropské unie umožňující pohyb investičních společností v rámci Evropské unie

¹⁷ Ke dni odevzdání této diplomové práce byly zahájeny práce na UCITS VI, která se týká zejména dlouhodobých investic

prosazovat formy investičních společností s proměnným kapitálem, tzv. SICAV¹⁸.

Třetím důvodem byl dle mého názoru rostoucí zájem o kolektivní investování. Problémy z devadesátých let byly zapomenuty, již nechyběl kapitál, který by investoři mohli použít a čím dál více lidí se začalo zajímat o zhodnocení svých prostředků. Toho si samozřejmě všimly i zahraniční společnosti, které měly zájem na trh vstoupit, ale české právní prostředí jim k tomu zatím příliš nevyhovovalo.

Dalšími legislativními dokumenty, které zákon reflektuje jsou například směrnice AIFMD o správcích alternativních investičních fondů, návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských fondech rizikového kapitálu (EuVeCa) a návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských fondech sociálního podnikání (EuSEF).¹⁹

Předcházející Zákon o kolektivním investování také připouštěl pouze omezený výčet právních forem investičních společností, a to pouze akciovou společnost a investiční fond. Nová úprava tak zavedla svěřenský fond, již zmíněnou akciovou společnost s proměnným základním kapitálem a komanditní společnost na investiční listy.

¹⁸ Societe d'Investissement A Capital Variable, akciová společnost s proměnným kapitálem

¹⁹ WEINHOLD LEGAL. Návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Legal Alert. 2013, č. 5

6.1. Rozšíření forem osob

6.1.1. Svěřenský fond a investiční svěřenský fond

Svěřenský fond není sám o sobě pojmem zavedeným Zákonem o investičních fondech. Do Českého právního systému byl zaveden zákonem č. 89/2012 Sb. Jedná se o přenesení úpravy známé např. z angloamerického práva, kde se jedná o tzv. trust. Jeho „výhodou“ je vyčlenění majetku z majetkového souboru zakladatele a následně nezávislé vlastnictví tohoto vyčleněného majetku svěřenským fondem. Takto vyčleněný majetek, tedy svěřenský fond, má svého svěřenského správce, který se majetku ujme a spravuje jej, sám však také není jeho vlastníkem. Typické pro tuto právní formu je, že nemá právní subjektivitu. Již občanský zákoník však připouští určitou možnost investičního použití svěřenského fondu, a to konkrétně v §1449, odst. 2:

„Svěřenský fond zřízený k soukromému účelu slouží k prospěchu určité osoby nebo na její památku. Tento fond lze zřídit i za účelem investování pro dosažení zisku k rozdělení mezi zakladatele, zaměstnance, společníky či jiné osoby.”²⁰

Takovouto formu správy majetku lze využít nejen za účelem investování, ale také k prospěchu určité osoby či na její památku. V České republice se tato forma stala známou především díky Andreji Babišovi,²¹ který v reakci na Zákon o střetu zájmů vložil

²⁰ PIHERA, Vlastimil. § 1449 [Typy svěřenských fondů]. In: SPÁČIL, Jiří, DOBROVOLNÁ, Eva, HANDRLICA, Jakub, HOLEJŠOVSKÝ, Josef, HORÁK, Tomáš, HRABÁNEK, Dušan, KRÁLÍK, Michal, LASÁK, Jan, NOVOTNÝ, Marek, PETR, Bohuslav, PIHERA, Vlastimil, RICHTER, Tomáš, VRZALOVÁ, Lenka. Občanský zákoník III. Věcná práva (§ 976–1474). 1. vydání. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2013, s. 1192. ISBN 978-80-7400-499-5.)

²¹ Český podnikatel a politik, předseda hnutí ANO 2011, aktuálně premiér vlády ČR v demisi

své akcie do svěřenských fondů AB private trust I a AB private trust II.

Investiční svěřenský fond je formou svěřenského fondu podle Zákona o investičních společnostech a fondech, který však, jak již bylo naznačeno v úvodu této práce, není subjektem kolektivního investování, neboť zákon připouští formu svěřenského fondu pouze na fond kvalifikovaných investorů. Taktéž správcem investičního fondu může být, na rozdíl od svěřenského fondu, jen ten, kdo je podle Zákona o investičních společnostech a investičních fondech oprávněn obhospodařovat takový investiční fond.

6.1.2. Akciová společnost s proměnným základním kapitálem, tzv. SICAV

Zavedení SICAV do českého právního řádu bylo významným krokem k přiblížení se k zahraniční právní úpravě a zatraktivnění českého investičního trhu pro zahraniční společnosti z vyspělých zemí s rozvinutým kapitálovým trhem.

Výhody této formy jsou například v existující právní subjektivitě, která vede k větší ochraně majetku akcionářů a s tím související větší možnost zapojení do rozhodovacích procesů, spojené s výhodami otevřené formy subjektu kolektivního investování, což činní investici lukrativní i pro retailové investory, neboť nabízí poměrně vysokou míru likvidity.

Jak už z označení vyplývá, největší výhoda této formy spočívá v oddělení zakladatelských a investičních akcií. S tím souvisí možnost pohybu základního kapitálu, který je automaticky navázán na vydávání a odkupování investičních akcií, které jsou oddělené od zakladatelských akcií. Ze zahraničí byl také přebrán princip podfondů, které účetně oddělují soubory majetku v rámci SICAVu. Tento princip je známý zejména v Lucembursku a Německu. Tím je pro investory snazší přesouvat své prostředky

v rámci jedné entity, což přináší jednak možnost variability investic a v neposlední řadě také snížení/eliminaci souvisejících administrativních poplatků. Pro úplnost je třeba dodat, že na rozdíl od hodnoty základního kapitálu akciové společnosti se do obchodního rejstříku zapisuje tzv. zapisovaný kapitál, který je tvořen hodnotou upisovaných zakladatelských akcií.

6.1.3. Novelizace SICAV, dualistický systém a základní kapitál

Původní právní úprava z roku 2013 zaváděla SICAV pouze ve formě monistického řízení akciové společnosti (tj. statutární ředitel a správní rada), což se na základě pozdější praxe ukázalo jako nedostačující řešení. To vyústilo v úpravy provedené novelizací zákona zákonem č. 148/2016 Sb., který nabyl účinnosti dne 1. června 2016 a umožnil, mimo jiné, vedle monistického způsobu i dualistický způsob vedení SICAV (tj. představenstvo a dozorčí radu). Dále pak přinesl novou výši základního kapitálu. Zatímco minimální výše klasické akciové společnosti činí 2 mil. Kč, dle nové právní úpravy je minimální výše základního kapitálu SICAV alespoň 1Kč.

Další změnou je stanovení spodní a horní hranice základního kapitálu, jež má být zakotveno ve stanovách SICAV. Opatření jistě slouží zejména pro větší ochranu investorů, ale může mít i opačný efekt. Připustíme – li situaci, že při nedostatečně nastavené spodní hranici (příliš vysoké) může dojít k situaci, kdy investoři nestihnou včas odprodat své akcie, pak tím pádem může být jejich postavení značně zhoršeno, v krajním případě jim mohou zůstat v ruce pouze bezcenné akcie.

6.1.4. Atraktivita SICAV pro zahraniční společnosti

Jak již jsem zmínil výše, hlavním důvodem zavedení SICAV je standardizovaná forma investiční společnosti, na kterou jsou zahraniční subjekty zvyklé.

Hlavní výhody SICAV, platné ke vzniku ZISIF jsou vyčerpávajícím způsobem popsány v důvodové zprávě a jsou platné i k dnešnímu datu. To se také odrazilo na skladbě a formách registrovaných společností u České národní banky. Za klíčové výhody považuje zákonodárce následující:

- Obhospodařovatel, který chce realizovat větší množství investičních strategií, nemusí za tímto účelem získávat povolení k činnosti investiční společnosti, ale stačí mu získání povolení k činnosti samosprávného fondu s právní formou SICAV. To může znamenat snížení vstupních nákladů.
- Investiční společnost má povinnou výši kapitálu 125 000 EUR a tento kapitál musí navýšit až na 10 mil. EUR, v závislosti na objemu obhospodařovaného majetku (čl. 7 UCITS IV). Tento kapitál investiční společnosti je nutné přičíst k minimálnímu kapitálu obhospodařovaného podílového fondu, který musí činit do 6 měsíců 1 250 000 EUR. Samosprávný standardní fond musí nicméně mít pouze počáteční kapitál ve výši 300 000 EUR a do 6 měsíců musí dosáhnout objemu jeho majetku 1 250 000 EUR. Další kapitálové požadavky na samosprávný standardní fond kladeny nejsou. Ve výsledku jsou tedy kapitálové požadavky na celkový kapitál SICAVu mírnější, což opět představuje zvolnění vstupních bariér. Další nevýhodou investiční společnosti je, že její vlastní kapitál představuje současně krytí případných

závazků a musí proto své prostředky investovat do likvidních aktiv a nesmí zaujímat spekulativní pozice, přičemž u kapitálu samosprávného standardního fondu takové omezení neplatí a samosprávný fond má tedy větší volnost v tom, jakým způsobem rozdělí svůj kapitál mezi provozní prostředky a investiční pozice.

- U samosprávného SICAVu jsou vstupní bariéry obecně nižší. Požadavky na počáteční kapitál jsou vyšší, to je ale kompenzováno tím, že na rozdíl od počátečního kapitálu investiční společnosti, lze tento majetek volně investovat podle uvážení obhospodařovatele, protože zde neexistují žádná omezení na to, jak smí zakladatel investovat majetek vložený při založení.
- Klíčovými obecnými výhodami samosprávného SICAVu je, že může zakládat soubory majetku bez podání podmíněné žádosti o zápis do seznamu ČNB (tj. nemusí ČNB předložit žádost obsahující statut a jiné dokumenty, nejde-li o standardní fond), že neexistuje žádné omezení pro minimální kapitál podfondu a že nemusí mít žádný majetek „bez výnosů“, tj. majetek odpovídající vlastnímu kapitálu investiční společnosti.
- Tyto výhody poskytují SICAVu větší flexibilitu. Ačkoliv SICAV jako celek musí dosáhnout do 6 měsíců minimální výše kapitálu 1 250 000 EUR, může mít i podfondy, které tohoto objemu majetku dlouhodobě nedosahují. Tím se SICAVu (ať už samosprávnému nebo nesamosprávnému) umožňuje podstatně větší flexibilita, co se týče používaných investičních strategií – může teoreticky zavést podfondy se strategií, pro které nemůže za dané situace na trhu získat investice ve výši 1 250 000 EUR ve lhůtě 6 měsíců.²²

²² *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: DŮVODOVÁ ZPRÁVA*, strana 20

6.2. Komanditní společnost

Jednou z teoreticky poměrně významně atraktivních forem osob je komanditní společnost. V případě určitých typů fondů kvalifikovaných investorů je, v rovině teoretické, více než vhodná. Odpovídá totiž struktuře limited liability partnership známé z anglosaské právní úpravy, případně jejich variant napříč kontinentálními právními řády (např. société en commandité v lucemburském právu, kommanditselskab v dánském právu, apod. Jedná se tak zejména o fondy private equity a venture capital.

Opět se tak jedná o speciální úpravu, neboť komanditní společnost obecně je v českém právu již zakotvena. Zákonodárce také reflektuje obecnou zahraniční praxi a povahu věci, když omezuje okruh investorů fondem kvalifikovaných investorů, tedy je zakázána veřejná nabídka investičních listů a případná nabídka účasti by měla probíhat v mezích tzv. private placement.²³

²³ *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: DŮVODOVÁ ZPRÁVA*, strana 14

6.2.1. Komanditní společnost ve světle ZISIF

Definici komanditní společnosti pro účely investic stanoví §170:

„Komanditní společnost na investiční listy je komanditní společnost, v níž pouze jeden společník ručí za její dluhy neomezeně (dále jen „komplementář“) a alespoň jeden společník za její dluhy neručí(dále jen „komanditista“).Podíly komanditistů komanditní společnosti na investiční listy jsou představovány investičními listy.“²⁴

S obecnou úpravou komanditní společnosti se ZISIF shoduje v tom, že připouští dvě varianty společníků, tedy komanditisty a komplementáře. Ovšem oproti obecné úpravě může být jak u komanditní společnosti s investičními listy, tak bez investičních listů pouze jeden komplementář. Toto vychází z obecné praxe v rámci tzv. private equity fondů, kde ve funkci komplementáře vystupuje tzv. general partner, který stejně jako komplementář investiční společnosti zajišťuje správu investičního fondu a naplňování jeho strategie. Ve funkci komanditisty pak tzv. limited partneři, kteří mají jednak omezené povinnosti a také omezený vliv na chod společnosti.

Otázkou zůstává, zda – li je z titulu zákona limitován počet komanditistů, neboť zákon hovoří o komanditistech v množném čísle. Logickým výkladem ale docházím k tomu, že takový systém nepřichází v úvahu, neboť by v takovém případě byl vytvořen neodůvodněný rozdíl mezi komanditní společností bez investičních listů, která se řídí obecnou úpravou a komanditní společností na investiční listy v gesci ZISIF.

Využití vtělení podílu komanditistů do investičních listů je možné pouze v tom případě, že je taková společnost

²⁴ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, § 170

investičním fondem. Tím je překonán obecný zákaz vtělení podílu do cenných papírů v obchodních společnostech zakotvený v §32, odst. 2 zákona o obchodních korporacích.

6.3. Pilíře nové právní úpravy

6.3.1. Obhospodařovatel fondu

Pojem obhospodařování fondu znamená další z přiblížení se platnému evropskému právu. Vychází tak z přílohy II UCITS a příloh I AIMFD, kdy obhospodařovatel může obhospodařovat nejen české investiční fondy, ale i ty zahraniční. Samozřejmě v souladu s tamější legislativou.

Zákonodárce pak postavil hned v úvodu právní úpravy na jisto, že se jedná o jeden ze tří klíčových institutů:

“Tento zákon zapracovává příslušné předpisy Evropské unie, zároveň navazuje na přímo použitelné předpisy Evropské unie a upravuje podmínky pro obhospodařování a administraci investičních fondů a zahraničních investičních fondů a nabízení investic do těchto fondů.”²⁵

Obhospodařovatel je osobou, která nejen zodpovídá za spravovaný majetek fondu, ale i za jeho investování a řízení souvisejících rizik. Na rozdíl od administrátora fondu však jde o regulovanou osobu. Administraci fondu jako takovou je možné svěřit jiné osobě.

Obhospodařovatelem může být investiční společnost, samosprávný investiční fond, tedy investiční fond s právní osobností a s povolením České národní banky k činnosti samosprávného investičního fondu, zahraniční osoba se sídlem mimo Evropskou unii pro kterou je Česká republika referenčním státem dle směrnice AIFMD a dále osoby, které obhospodařují české investiční fondy na základě evropského pasu dle UCITS V (pro standardní fondy) nebo dle AIFMD (speciální fondy a fondy

²⁵ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, In: Sbírka zákonů, Částka č. 94/2013 Sb., §1

kvalifikovaných investorů). Dle těchto směrnic také není možné obhospodařování jiných investičních fondů samosprávnými investičními fondy.²⁶

Dále zákon stanovuje, že všechny podfondy jednoho investičního fondu musí mít stejného obhospodařovatele. Obdobně jsou pak šířeji používány pojmy jako „obhospodařovatel investičního fondu a zahraničního investičního fondu“, neboť takováto definice v sobě skrývá další členění obhospodařování jednotlivých fondů tak, jak jejich formy zákon dále vymezuje.

Zákon dále stanoví, že obhospodařováním podfondu je myšleno zejména stejná činnost jako obhospodařování fondu, neboť podfond je do značné míry podobný spíše podílovému fondu než investiční společnosti s právní osobností.

Důležitou skupinou jsou taktéž obhospodařovatelé, kteří jsou oprávnění přesáhnout rozhodný limit, neboť pouze takoví obhospodařovatelé mohou obhospodařovat speciální fondy, tedy fondy kolektivního investování, které mohou shromažďovat prostředky od veřejnosti. Tím jsou takové osoby zařazeny pod režim směrnice AIFMD. Toto zřejmě vychází z faktu, že zákonodárce presumoval nutnost vyšší míry právního zakotvení těchto obhospodařovatelů, kteří disponují s prostředky veřejnosti na rozdíl od těch, kteří disponují prostředky kvalifikovaných investorů. Tomu odpovídá i strategie dohledu České národní banky. Ta při tom vyhodnocuje rizikový profil a systémovou významnost sledovaných institucí, identifikuje rizika a dopady jejich činnosti a dle toho nastavuje míru kontroly jak odvětví jako celku, tak jednotlivých institucí. „Prioritou je ochrana drobných klientů, zatímco ochranou finančních profesionálů a

²⁶ ŠOVAR, Jan, Aleš KRÁLÍK, Jiří BERAN, Daniela DOLEŽALOVÁ a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář. 1. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6., Str. 22

kvalifikovaných investorů se Česká národní banka zabývá převážně reaktivně na základě podnětů. Například při výkonu dohledu v oblasti kolektivního investování se Česká národní banka zaměřuje především na ochranu zájmů investorů fondů kolektivního investování a na možné zdroje systémového rizika pro řádné fungování finančního trhu, zatímco dohled nad činností fondů kvalifikovaných investorů je vykonáván převážně na základě podnětů investorů nebo depozitáře.²⁷

6.3.2. Administrace a administrátor

Druhou klíčovou oblastí, jež zákonodárce vymezil je administrace investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu. Na rozdíl od obhospodařování se nejedná o odborné činnosti přímo související s kolektivním investováním a lze dovozovat, že i z tohoto důvodu je možné administraci fondu delegovat. To však neznamená, že administrátor investičního fondu nemusí provádět činnost na základě povolení. Typicky se tak jedná o povolení vydané Českou národní bankou, či jinou institucí oprávněnou toto povolení vydat. Činnosti spojené s administrací investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu jsou specifikovány v § 38 odst. 1 a 2.

Podobný podřadný princip jako u obhospodařování fondů je zakotven i v případě administrace fondu, kdy zákon stanoví, že administrace investičního fondu nebo zahraničního fondu zahrnuje i administraci jeho podfondů nebo srovnatelných zařízení. Všechny podfondy jednoho investičního fondu musí mít téhož administrátora.

²⁷ Strategie České národní banky v oblasti dohledu. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2018-03-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/strategie_dohledu.html

Ideální příklad oddělení administrace od obhospodařování uvádí komentář k zákonu. Zejména důležité z právního pohledu jsou právní následky zanesení/nezanesení oddělení administrátora od obhospodařovatele do statutu fondu:

“ Investiční společnost, která obhospodařuje fond kvalifikovaných investor, se rozhodne, že se chce plně věnovat jeho obhospodařování a nechce provádět jeho administraci. V takovém případě má dvě možnosti: 1) ve statutu tohoto fondu se označí jako obhospodařovatel a jako administrátora uvede jinou, k tomu oprávněnou osobu; 2) ve statute tohoto fondu se označí jako obhospodařovatel I administrátor, ale podstatnou částí administrace pověří jinou osobu nebo jiné osoby (outsourcing administrace). V prvním případě již označením jiné osoby jako administrátora investičního fondu nese odpovědnost za administraci tato osoba a tato osoba odpovídá I za všechny další osoby, které pověří výkonem určitých činností v rámci administrace. V druhém případě je obhospodařovatel (ve funkci administrátora) stále odpovědný za veškerou činnost zahrnutou v rámci administrace, a to bez ohledu na to, zda jejím výkonem pověřil jiného či zda takto pověřená osoba pověřila dalšího.”²⁸

6.3.3. Nabízení investic

Třetí ze zákonodárcem vymezených pilířů platné právní úpravy souvisí s prvními dvěma a zakotvuje podstatu investičního podnikání, respektive nabízení investic. Tento pojem je v rámci právní úpravy využíván ve specifických souslovích vztahujících se k jednotlivým právním formám, jako například “nabízení investic do speciálních fondů”, “nabízení investic do

²⁸ ŠOVAR, Jan, Aleš KRÁLÍK, Jiří BERAN, Daniela DOLEŽALOVÁ a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář. 1. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6., Str. 149

zahraničního fondu srovnatelného se speciálním fondem”, atd. Všechna tato spojení je však z logiky faktu nutno vykládat v souvislosti s tímto pojmem.

Tento pojem se prolíná celkovým investičním prostředím a je tak potřeba jej vykládat jako obecnou množinu v nejširším slova smyslu. Zahrnuje tak zejména (nikoliv však pouze) nabídky investic z hlediska cílové skupiny, tedy ať už kvalifikovaným nebo retailovým investorům, tak z hlediska formy nabízení, která souvisí s povahou investorů. Ať už se jedná například o nabídku formou inzerátu v tisku, na internet či v jiných sdělovacích prostředcích, nebo naopak adresným, neveřejným způsobem jako sdělení určitým konkrétním osobám, například na osobní schůzce (takový způsob je možný dle §295a pouze pokud lze takové investice v České republice nabízet veřejně a nebo pokud počet těchto osob nepřevyšuje 20).

V dalších ustanoveních hlavy deváté zákona je rozlišováno mezi dalšími specifiky nabízení investic, a to podle adresátů nabídky na:

- Nabízení tzv. profesionálním investorům
- Nabízení tzv. kvalifikovaným investorům
- Nabízení osobám, které nejsou kvalifikovanými investory
- Veřejné nabízení
- Nabízení jinak než veřejně

Lze však konstatovat, že jakkoliv se tento pojem prolíná celou právní úpravou, je nutno jej vykládat v souladu se smyslem a účelem právní úpravy, která se snaží pokrýt všechny eventuelní možnosti stát se investorem jakožto osobou obecně vnímanou jako investor ve světle finančních trhů.

7. Srovnání se zahraniční úpravou a implementací příslušných směrnic

Zahraniční právní úpravy a kolektivní investování vůbec jsou díky historii investování a kapitálových pohybů významně vyspělejší. Zejména z toho důvodu, že všeobecný start kapitálových trhů v dnešní formě, který můžeme zařadit do počátků dvacátého století nebyl v těchto státech tak významně přerušen plánovaným socialistickým hospodářstvím.

Je však třeba přiznat, že s platným zákonem se česká právní úprava těmto státům významně přiblížila. Relevantní směrnice, ať již EUCITS, AIMFD, Mici a další byly do českého právního řádu začleněny. Rozdíl tak můžeme spatřovat například v dohledu nad trhem v okolních státech.

7.1. Srovnání s Německým prostředím

Zatímco v České republice dohled nad kapitálovým trhem vykonává Česká národní banka, která společně s Ministerstvem financí upravuje regulatoriku a podílí se na normotvorném procesu.

V Německu je situace rozdílná. To vychází z geopolitického dělní Německé spolkové republiky. Tamější BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) má zejména za úkol zajišťovat schopnost bank, finančních služeb institucí a pojišťoven plnit své závazky. Prostřednictvím dohledu nad kapitálovým trhem pak zajišťuje a prosazuje standardy profesionálního chování, transparentnost a integritu finančního trhu a ochranu investorů.²⁹

²⁹ KREJČÍ, Lucie. *Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů*. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Ekonomická fakulta, katedra ekonomie, 2013. Diplomová práce. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích. Vedoucí práce Ing. Tomáš Volek, Ph.D., str. 57

Dá se však říci, že struktura trhu a dohledu nad trhem, ať už kapitálovým obecně nebo investičním trhem je napříč státy Evropské unie harmonizována. Další sjednocení se dá očekávat s připravovanou směrnicí UCITS VI, která má být zaměřená zejména na dlouhodobé investice. Aktuální informace však nasvědčují tomu, že je stále ve fázi příprav, neboť oficiální prameny jsou aktualizovány k 18. říjnu 2012, a to ve formě reakce Konzultační skupiny finančních poskytovatelů na konsultace k UCITS VI ve vztahu k dlouhodobému investování.³⁰

³⁰ User Group. *Financial Services User Group's (FSUG) response to the Consultation on UCITS VI long-term investments* [online]. 18.10.2012, , 10 [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ucits_long_term_investments-2012_10_18_en_0.pdf

8. Problémy současné legislativy

Obecně jsem toho názoru, že oblast finančního práva do nedávné doby (a stále ještě dnes) spadá do těch oblastí zákona, kde, mimo jiné, nedostatek personálního zabezpečení kontrolních státních institucí a složitost právního prostředí vede ke dvěma faktům. Za prvé, s obecně rostoucí společenskou poptávkou po kontrole podnikání, financí a daní se státní správa snaží vykazovat kvantitativně větší počet kontrol. Druhý fakt pak souvisí se složitostí právního prostředí, zejména úpravou daňových a účetních standardů. Sám zákonodárce tak ustanovuje právní rámec, který však sám není schopen účinně vymáhat.

S implementací evropských směrnic a nařízeních, přítomností mezinárodních společností se složitou majetkovou strukturou se tak tento problém stává ještě významnějším. Tento fakt pociťuji zejména ve svých podnikatelských aktivitách a komunikací se státní správou, zejména pak finančním úřadem.

Složitosti právního prostředí jsou si vědomy i velké korporace, kterým výše zmíněný fakt pomáhá v jejich podnikání. Roste role poradenských firem, které se specializují na jednotlivá odvětví práva či finančního světa a zaměřením se na specifickou oblast jsou schopny klientovi nejen zjednodušit podnikání, ale vhodnou volbou finanční a podnikatelské strategie ušetřit i nemalé peníze, a to stále v mezích zákona.

Jedním z příkladů je dle mého názoru zdanění nemovitostních fondů, které je v řadách odborné veřejnosti značně využíváno.

8.1. Zdanění nemovitostních fondů

Rozdílné daňové sazby jsou si vědomi zejména developeři. Původním záměrem této práce bylo věnovat větší část právě zdanění (zejména nemovitostních) fondů. Jak jsem již zmínil

v úvodu této diplomové práce, z pochopitelných důvodů jsem se však tomuto tématu nemohl věnovat tak, jak bych si představoval. Vycházím tedy z veřejně dostupných internetových zdrojů, které jsou obecnější povahy.

Jedním z významných developerů je společnost Central group, jejíž uzavřený investiční fond, do něž byly vloženy bytové domy a pozemky, dosáhl za rok 2016 zisk 280mil. Kč, z něhož bylo odvedeno 19 milionů korun na dani příjmu. „Daňová ztráta“ v tomto případě činí 39,2 mil. Kč oproti situaci, kdy by předmětné nemovitosti byly přímo ve vlastnictví společnosti. Další investiční fond společnosti Unimex Group takto optimalizoval daňové odvody za rok 2016 o 5,2 mil. korun.³¹ Na tento fakt však již reagovala pražská Burza cenných papírů v zápětí po účinnosti zákona v roce 2016 v mezi svých možností tím, že zavedla povinnost rozptýlení emise mezi pět osob, které nesmějí být vzájemně propojené.

Zákon o daních z příjmů definuje v §17b odst. 1 písm. a) tzv. základní investiční fond, kterým je takový investiční fond podle zákona upravujícího investiční společnosti a investiční fondy, jehož akcie jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu. Dále pak dle §21 odst. 1 tohoto zákona činí sazba daně u základního investičního fondu 5%.

V zahraničí je běžnou praxí, že fondy kolektivního investování jsou daňově zvýhodněny. Zejména kvůli podpoře trhu a podpoře investic, která nemalou měrou přispívá k pozitivnímu cash flow a růstu ekonomiky. To však neplatí pro fondy kvalifikovaných investorů, které zpravidla plní další podmínky

³¹ Díra v systému za 600 milionů. Investiční společnosti umějí výrazně srazit daň. *IDnes* [online]. **2018**, 2 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/investicni-fondy-danove-vyhody-senatni-navrh-dane-senat-pkc-/ekonomika.aspx?c=A180109_203622_ekonomika_dtt

pro daňové zvýhodnění. V českém právním řádu pak typicky dle podmínky v § 17b odst. 1 písm. c):

c) investiční fond a podfond akciové společnosti s proměnným základním kapitálem podle zákona upravujícího investiční společnosti a investiční fondy investující v souladu se svým statutem více než 90 % hodnoty svého majetku do

1. investičních cenných papírů,
2. cenných papírů vydaných investičním fondem nebo zahraničním investičním fondem,
3. účastí v kapitálových obchodních společnostech,
4. nástrojů peněžního trhu,
5. finančních derivátů podle zákona upravujícího investiční společnosti a investiční fondy,
6. práv vyplývajících ze zápisu věcí uvedených v bodech 1 až 5 v evidenci a umožňujících oprávněnému přímo nebo nepřímo nakládat s touto hodnotou alespoň obdobným způsobem jako oprávněný držitel,
7. pohledávek na výplatu peněžních prostředků z účtu,
8. úvěrů a zápůjček poskytnutých investičním fondem,

Z výše uvedeného vyplývá, že klíčovým krokem pro daňovou optimalizaci je registrace akcií společnosti na regulovaném trhu a tím dosáhnout na sníženou sazbu daně, tedy 5% oproti 19%. Dle důvodové zprávy k novele zákona o daních z příjmu je na trhu pouze 40 fondů, ale regulace je v současnosti nastavena tak, že téměř jakákoliv akciová společnost se může transformovat na investiční fond a tím výše zmíněného dosáhnout.³²

³² Sněmovní tisk 32/0, část č. 1/4, Novela z. o daních z příjmů, rozesláno poslancům 13. prosince 2017.

Dle důvodové zprávy návrhu změnového zákona poslance Jakuba Michálka je zřejmé dle statistiky burzy cenných papírů, že k reálným obchodům s akciemi společností nedochází. Hovoří tak o “odbourání mezery zákona”.

Stejný názor jako poslanec Michálek zastávám i já, tedy že se jedná o podobnou situaci jako zdanění korunových dluhopisů, které bylo nedávno tématy vládní krize týkající se poslance Babiše, nebo například podnikatele Radima Jančury. Akcie fondů jsou totiž buď v držení jedné osoby, případně více osob jednajících ve shodě. Na rozdíl od zahraničních jurisdikcí, kde je jak struktura vlastníků, tak struktura vkladů a investic diverzifikována. Není tedy ve veřejném zájmu a ani odůvodnitelné oproti ostatním osobám toto specifické zdanění. V době předkládání citované změny zákona dosahoval “daňový únik” několika stovek milionů. Ovšem jak zmiňuje poslanec Michálek, dá se předpokládat, že v následujících letech by daňový únik mohl dosahovat až několika miliard. Otázkou však dle mého názoru zůstává, jestli se jedná o daňový únik v pravém slova smyslu.

Taktéž si nejsem jist, zda – li je zrovna v tomto odvětví zvýšená regulace daňových odvodů žádoucí. Může se zdát, že technicky dle lege lata se jedná o znevýhodnění části subjektů obchodujících na kapitálovém trhu. Taktéž lze dle mého názoru dovozovat, že vzniklá situace nebyla původním záměrem zákonodárce. Na rozdíl však od tzv. kauzy “korunových dluhopisů” je dle mého na zvážení, zda – li nezvolit jinou formu korekce právní úpravy, která by spíše než k dalším “represím” vedla k pobídce trhu. Nemovitostní trh by si to dle mého pohledu zasloužil vzhledem ke svému současnému stavu. Tedy jak je zmíněno v důvodové zprávě, toto zvýhodnění není ve veřejném zájmu. S tím si však dovoluji, minimálně dle situace v metropoli polemizovat. I přes to, že tato práce má primárně za cíl popisovat právní stav věci, zde se dle mého názoru velice dobře ukazuje, že

není možno přistupovat k věci, čistě legislativně technicky, ale v kontextu ekonomicko – politické situace. Tedy ne primárně sledovat efektivnější výběr daní (v předkládaném návrhu se hovoří o částce 600 milionů korun až miliard korun). Dle aktuálních trendů někteří odborníci předpokládají pád realitního trhu v rámci jednotek let a změna legislativy, která by měla být účinná od 1. ledna 2019 by k tomuto stavu mohla přispět.

Tabulka zisků největších investičních fondů de lege lata

Investiční fondy podle § 17b odst. 1 písm. a)	Zisk před zdaněním 2016 (v tisících Kč)
REGIONAL IFPZK	108101
REZIDENČNÍ IFPZK	17558
IPOD IMPŽSD IFPZK	25998
2POD IMPŽSD IFPZK	-3834
3POD IMPŽSD IFPZK	19626
4POD IMPŽSD IFPZK	8506
APOLLONPRO IFPZK	43966
APS FUND ALPHA	14109
BEMETT NEM. UIF	122047
BUDĚJOVICKÁ IFPZK	51150
CENTR.GROUP UIF II	632598
CENTRAL GROUP UIF	280817
ČEZ OZ UIF	604024
COMES IFPZK	21285
CONVENIO IFPZK	1374
CREAM SICAV	331718
DEKINVEST ALFA	126092
DOLFIN 2 IFPZK	-376
DOLFIN IFPZK	-28
EXAFIN IFPZK	1307
FOCUS IFPZK	7603
IFIS	198298
IMOS	230009
IMPRE/IMPERA PREMIUM	-46152
INFOND	226161
LUCROS	439768
MALOJA	-342
METRONEM	96833
NOVA GE OPF REDSID	54501
OUTULNÝ	73202
PATRONUS 3 SICAV	58607
PILSENINVEST SICAV	113468
PPM	42771
PRAGORENT	144471
SAFETY REAL	-1526
SAFICHEM	18549
STING	63325
TISORFOND	27527
UNIMEX GROUP	146000
	4191010

ZDROJ: Sněmovní tisk 32/0, část č. 1/4, Novela z. o daních z příjmů, rozesláno poslancům 13. Prosince 2017

V tomto také můžeme spatřovat “nevýhodnost” propojení evropského trhu. Proto například Burza navrhuje, aby místo zákonné úpravy sazby daně z příjmu musely investiční společnosti vybírat peníze z většího okruhu investor a tyto dále investovat. Neboť v opačném případě by mohlo dojít k tomu, že investiční společnosti by se přesunuly do jiného evropského státu a dopad nevybrané daně by pak mohl být o to vyšší.

Závěr

Kolektivní investování je dle mého názoru opomíjeným odvětvím především ze strany neodborné veřejnosti, pro kterou může představovat v dnešním finančním světě zajímavý prostředek ke zhodnocení vlastního kapitálu.

Už ne tak opomíjeným je ze strany odborných a kvalifikovaných investorů. Kolektivní investování představuje prostředek k alokaci peněžních prostředků z místa nadbytku do místa nedostatku, přispívá k diverzifikaci investičního portfolia a souvisejících rizik a na druhé straně je vítaným kapitálovým vstupem pro nedostatkové oblasti trhu, které však s novým kapitálem nabízejí možnost vyššího zhodnocení než v případě klasických depozit.

Kolektivní investování není jen otázkou velkých korporací či investičních skupin, stále častěji se dotýká „běžných“ osob a občanů prostřednictvím investičních společností spravovaných tradičními finančními institucemi. Jeho právní úprava je tak lukrativní nejen z hlediska korporátního.

České prostředí se z hlediska společné správy investic nevyvíjelo příliš příznivě. Do dnešní doby můžeme sledovat důsledky devadesátých let, relativně dlouho také přetrvávala skepse k jakémukoliv zhodnocování kapitálu prostřednictvím kapitálových trhů ze strany retailu. Ovšem toto je nutno brát z pohledu celosvětového vývoje, kdy český trh prošel v podstatě během posledních dvaceti let významnou obměnou, jejíž první polovina znamenala významný negativní zásah do kolektivního investování a i přes to se trh podařilo v relativně krátké době nastartovat, o čemž svědčí i data uvedená v této diplomové práci.

Nutno je však reflektovat geopolitickou účast České republiky v současném evropském právním prostředí. Česká republika se obecně potýká s nízkou mírou flexibility právního prostředí, jež zhoršuje podmínky nejen pro vstup zahraničního

kapitálu distribuovaného především nadnárodními společnostmi. Ty tak odkládají vstup na český trh, případně vstupují jen částečně. Důležité je taktéž dle mého názoru zvážit další kroky k zpřísnění legislativy, jak jsem se snažil naznačit v poslední části mé práce. Rozvoj kapitálového trhu je pro Českou republiku nepochybně důležitý nejen kvůli přiblížení se západním státům, ale také kvůli diverzi

Resumé

The main aim of my thesis is to describe the environment of investment companies and investment funds in Czech Republic. First part of the thesis is dedicated to historical situation in the world and in Europe. Both had a major role in developing of Czech capital market after the velvet revolution in 1989.

Current European regulation has a major role in a market and also on the current Czech Act on investment companies and investment funds. The growth of the market has become a very progressive after the world economic crisis in 2008 and after the new Act.

The major part of my thesis is focusing on describing of the law environment as such and also on issues, risks and chances of current legislation in terms of further development of the market and potential risks of tightening of the regulation.

Seznam použité literatury

Monografie

- ROUWENHORST, K. Geert. The origins of mutual funds. *The origins of mutual funds* [online]. Yale School of Management: Yale international center for science, 2004,
- PUDLÁKOVÁ, Tereza. *Kolektivní investování* [online]. Praha, 2009 [cit. 2018-03-14]. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, Katedra teorie národního hospodářství. Vedoucí práce PhDr. Mgr. Pavel Seknička, PhD.
- KOHN, M. Financial Institutions and Markets. 2nd ed. New York: Oxford University Press, 2004. Str.291
- TŮMOVÁ, Eva. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČESKÉ REPUBLICE A PERSPEKTIVY JEHO DALŠÍHO ROZVOJE. Brno, 2008. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko - správní fakulta. Vedoucí práce Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.
- PIHERA, Vlastimil. § 1449 [Typy svěřenských fondů]. In: SPÁČIL, Jiří, DOBROVOLNÁ, Eva, HANDRLICA, Jakub, HOLEJŠOVSKÝ, Josef, HORÁK, Tomáš, HRABÁNEK, Dušan, KRÁLÍK, Michal, LASÁK, Jan, NOVOTNÝ, Marek, PETR, Bohuslav, PIHERA, Vlastimil, RICHTER, Tomáš, VRZALOVÁ, Lenka. Občanský zákoník III. Věcná práva (§ 976–1474). 1. vydání. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2013, s. 1192. ISBN 978-80-7400-499-5
- ŠOVAR, Jan, Aleš KRÁLÍK, Jiří BERAN, Daniela DOLEŽALOVÁ a kol. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. Komentář. 1. Praha: Wolters Kluwer, 2015, 1720 s. ISBN 978-80-7478-783-6
- KREJČÍ, Lucie. Regulace kapitálového trhu se zaměřením na trh cenných papírů. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Ekonomická fakulta, katedra ekonomie, 2013. Diplomová práce. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích. Vedoucí práce Ing. Tomáš Volek, Ph.D., str. 57

Legislativa a důvodové zprávy

- *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: DŮVODOVÁ ZPRÁVA*
- *Směrnice Rady o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)*. In: 85/611/EHS. Dostupné také z:
<http://eurlex.europa.eu/legalcontent/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:31985L0611&from=CS>

- Zákon č. 248/1992 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech
- Sněmovní tisk 32/0, část č. 1/4, Novela z. o daních z příjmů, rozesláno poslancům 13. Prosince 2017

Internetové zdroje

- Krach na newyorské burze v roce 1929. *Peníze.cz* [online]. Praha: Partners media [cit. 2018-03-13]. Dostupné z: <https://www.penize.cz/15898-krach-na-newyorske-burze-v-roce-1929>
- WEINHOLD LEGAL. Návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Legal Alert. 2013, č. 5
- Strategie České národní banky v oblasti dohledu. *Česká národní banka* [online]. Praha [cit. 2018-03-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/strategie_dohledu.html
- Díra v systému za 600 milionů. Investiční společnosti umějí výrazně srazit daň. *IDnes* [online]. 2018, 2 [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/investicni-fondy-danove-vyhody-senatni-navrh-dane-senat-pkc-/ekonomika.aspx?c=A180109_203622_ekonomika_dtt
- User Group. *Financial Services User Group's (FSUG) response to the Consultation on UCITS VI long-term investments* [online]. 18.10.2012, , 10 [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ucits_long_term_investments-2012_10_18_en_0.pdf