

Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

Bakalářská práce

Ladislav Frúhauf

Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

**Minulost, současnost a budoucnost kolektivního
investování v ČR**

Vypracoval: Ladislav Frúhauf

Konzultant: Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.

Akademický rok: 2004/2005

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne: 18. května 2005

.....

Projekt bakalářské práce

Termín bakalářské zkoušky: letní semestr 2004/2005
Autor bakalářské práce: Ladislav Frůhauf
Vedoucí bakalářské práce: Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.

Téma: Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR

Cíl práce: Cílem práce je podat přehled o dosavadním vývoji kolektivního investování v České republice. Dále přiblížit dnešní možnosti investic do podílových fondů a nastínit možné formy budoucího vývoje na tomto poli. V závěru bude na příkladech popsáno srovnání České republiky a ostatních zemí v rámci kolektivního investování.

V práci bude hledána odpověď na následující otázky:

- Jak vypadal vývoj kolektivního investování v České republice?
- Jak vypadá trh v současnosti?
- Je nabídka instrumentů kolektivního investování dostatečná?
- Jak vypadá trh kolektivního investování v ostatních zemích?
- V čem se může Česká republika poučit?

Osnova:

1. Dosavadní vývoj kolektivního investování
2. Trh kolektivního investování v současnosti
3. Srovnání s ostatními zeměmi
4. Možnosti budoucího vývoje

Literatura:

- Musílek, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management, Grada Publishing 1997
Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., Dvořák, P., Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, vydání 1996
Jílek, J.: Finanční trh. Grada, Praha, 1997
Fajtová, J.: Vývoj kolektivního investování v ČR směrem k evropským standardům, magisterská práce, IES FSV UK 2000
Fajtová, J.: Otevírání uzavřených fondů v ČR, disertační práce, IES FSV UK 2004
Dvořák, V.: Kolektivní investování v České republice a Evropě, magisterská práce, IES FSV UK 2000
Mishkin, F., Eakins, S.: Financial Markets and Institutions, Addison-Wesley, 2004
Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (a jeho následné novely)
Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování
Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

V Praze dne

Podpis vedoucího bakalářské práce

Podpis autora

Abstrakt:

Kolektivní investování prošlo v posledních desetiletích zásadním rozvojem a stalo se významným finančním zprostředkovatelem. Tato práce se zabývá oblastí kolektivního investování v České republice a porovnává vývoj tohoto odvětví s ostatními zeměmi. Již název práce naznačuje členění na tři základní části. V první části jsou popsány základní principy kolektivního investování a jeho dosavadní vývoj ve světě. Druhá část se zabývá vznikem, specifickým vývojem a současným stavem kolektivního investování a právní úpravě této oblasti v České republice. Třetí část je věnována srovnání některým aspektům budoucího možného vývoje tohoto odvětví. Cílem práce je přiblížit čtenáři historii, současný stav a možnosti kolektivního investování jako finančního zprostředkovatele.

Abstract:

The collective investment industry has witnessed a compelling development and has become a significant type of financial intermediary. This bachelor thesis deals with this field of economy in the Czech republic and compares its progress with other countries. In the first chapter are assessed basic principles of collective investment and its historical development in the world. Second chapter is dedicated to description of the rise, specific evolution and present situation of this type of financial intermediary in the Czech republic. Some aspects of prospective development are described in third chapter. The aim of this work is to provide the reader a picture of history, current situation and possibilities of the collective investment.

1. Úvod	2
1.1. Princip kolektivního investování	3
1.1.1. Výhody kolektivního investování	3
1.1.2. Nevýhody kolektivního investování	5
1.2. Finanční trh a kolektivní investování	6
1.3. Subjekty kolektivního investování	12
1.4. Různé modely subjektů kolektivního investování	14
1.4.1. Uzavřený a otevřený model	14
1.4.2. Další členění fondů	15
1.5. Počátky kolektivního investování	16
1.6. Vývoj ve 20. století	20
1.6.1. Vývoj v USA	20
1.6.2. Vývoj v Evropě	24
2. Vývoj kolektivního investování v České republice	25
2.1. Vznik prvních subjektů kolektivního investování	25
2.2. Kolektivní investování v průběhu kupónové privatizace	26
2.3. Role privatizačních fondů v kupónové privatizaci	28
2.4. Vývoj po skončení kupónové privatizace	30
2.5. Konsolidace odvětví	32
2.5.1. Vznik Unie investičních společností České republiky	33
2.5.2. Vznik Komise pro cenné papíry	35
2.5.3. Novela ZISIF z roku 1998 a další změny	38
2.5.4. Zahraniční fondy v České republice	43
2.5.5. Zdanění kolektivního investování	44
2.5.6. Další změny před vstupem do Evropské unie	46
2.6. Změny v oblasti kolektivního investování v souvislosti se vstupem ČR do Evropské unie	47
2.6.1. Právní úprava kolektivního investování v Evropské unii	47
2.6.2. Zákon o kolektivním investování	51
2.6.3. Nedostatky zákona o kolektivním investování	55
2.6.4. Novela zákona o kolektivním investování	55
2.6.5. Role Komise pro cenné papíry	56
3. Budoucí možnosti kolektivního investování v ČR	58
3.1.1. Nemovitostní fondy	58
3.1.2. Hedge fondy	60
3.1.3. Scoring a rating fondů	63
4. Závěr	65
Použitá literatura:	67
Přílohy	71

1. Úvod

Kolektivní investování se ve světě a v průběhu transformace i v České republice stalo velmi důležitou součástí finančních trhů. Na celém světě dosáhl objem prostředků vložený v otevřených subjektech kolektivního investování ke konci roku 2004 více než 359 bilionů Kč.¹ V České republice měli v té době občané a firmy ve fondech více než 170 miliard Kč.

Kolektivní investování ve všech svých formách se řadí mezi finanční zprostředkovatele působících na finančních trzích.² Ti shromažďují peněžní prostředky od investorů a používají je k nákupu cenných papírů nebo jiného majetku s cílem dosáhnout zhodnocení těchto prostředků a vytvářejí tak mimo přímé alokace prostředků na finančních trzích i její nepřímý kanál. Zprostředkovatelé svým vstupem mezi majitele finančních přebytků a zájemce o tyto prostředky umožňují oběma stranám dosáhnout výhodnějšího postavení.

Finančními zprostředkovateli jsou jak bankovní ústavy, spořitelny a záložny tak i jiné subjekty, které se hromadně označují jako nebankovní finanční zprostředkovatelé. Jde o pojišťovny, penzijní fondy³ a právě subjekty kolektivního investování⁴. Na finančních trzích se mluví o poklesu zprostředkování. Jde o trend přesunu aktiv uložených v bankách k ostatním finančním zprostředkovatelům.⁵

¹ 11 793 miliard EUR, pouze otevřené fondy, z důvodu odstranění duplicity nejsou zahrnuty fondy fondů. Zdroj: EFAMA (2005b)

² V zahraničí existují fondy, které působí nejen na finančních trzích, protože nakupují aktiva, která se neobchodují na finančních trzích, např. nemovitosti (nemovitostní fondy). V České republice mohou takový majetek nabývat investiční fondy (z důvodu jejich povinné přeměny ale ke konci roku 2004 existovaly pouze 2, další 44 v likvidaci nebo nucené správě). Dle poslední právní úpravy (zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování) mohou vznikat některé speciální fondy, jejichž majetek není předmětem obchodu na finančních trzích.

³ Penzijní fondy se obecně řadí mezi subjekty kolektivního investování. Kvůli jejich odlišné právní úpravě, jinému účelu, zdanění a dalším odlišnostem v České republice jsou v této práci považovány za samostatný druh finančního zprostředkovatele.

⁴ Dále existují například úvěrová družstva (credit unions, instituce v USA, které sdružují určité skupiny obyvatel, přijímají vklady, poskytují především spotřební úvěry, mohou vést i běžné účty) a finanční společnosti (získávají prostředky prodejem obchodních papírů, akcií a obligací a poskytují zejména spotřební úvěry).

⁵ Mishkin (1992) uvádí na str. 297 - 316 několik možných vysvětlení tohoto jevu.

1.1. Princip kolektivního investování

Základním principem kolektivního investování je shromažďování peněžních prostředků od občanů (drobných investorů) nebo společností (institucionálních investorů) a jejich následné investování na různých trzích za účelem jejich zhodnocení. Investoři svěřují své finanční prostředky fondům⁶, protože ty investují na principu rozložení rizika a ve velkých částkách, což je pro většinu klientů nedosažitelné. Investoři tak nabývají podílové listy nebo akcie fondů, které jim dávají právo na podíl na možném zisku ve spojitosti s investicí vloženou do aktiv fondu. Využívají služeb subjektů kolektivního investování také proto, že sami nemají dostatečné zkušenosti s fungováním finančních, kapitálových nebo jiných trhů, mají málo informací o investičních příležitostech anebo pro ně není výhodné platit vysoké poplatky za správu portfolia.

Smyslem kolektivního investování je tedy umožnit investorům profitovat z profesionální správy portfolia, jeho vysoké diverzifikace, přístupu k jinak nedosažitelným investičním nástrojům, možné vysoké likvidity prostředků a v neposlední řadě minimalizace poplatků a jiných nákladů spojených s investováním na kapitálových trzích.

1.1.1. Výhody kolektivního investování

Investování do subjektů kolektivního investování je relativně jednoduchou záležitostí. Po uzavření standardizované smlouvy s investiční společností stačí k nákupu a prodeji podílů obvykle převod prostředků na účet fondu nebo naopak příkaz k odkupu podílů. Investiční společnosti navíc obvykle nabízí snadný a zvýhodněný přesun prostředků mezi jednotlivými fondy v jejich nabídce. Banky často nabízejí majitelům vkladových účtů jednoduchý nebo automatický přesun přebytků na účet ve prospěch fondů většinou jejich dceřiných investičních společností.

⁶ Fondem se rozumí základní jednotka kolektivního investování. Členění fondů a jejich zakotvení je popsáno v kapitole 1.3.

Možná nejdůležitějším pozitivem je podstatná diverzifikace vložených prostředků, která je umožněna díky celkově vysokému objemu jednotlivých investic soustředěných v jednom fondu. Při diverzifikaci je správce povinen postupovat tak, aby v daných možnostech co nejvíce minimalizoval rizika plynoucí z investování na finančním trhu. Fond tak zajišťuje rozložení rizika do mnoha různých cenných papírů podle zákonných limitů⁷.

Klient nemusí mít žádné znalosti o investičních možnostech v různých oborech podnikání, neboť rozhodnutí o skladbě portfolia za něj provádí správce fondu prostřednictvím odborníků, kteří jsou vybaveni potřebnými znalostmi, zkušenostmi a nástroji k posouzení vhodnosti určité investice. Ti ve svém rozhodování používají aktuální informace z trhu a mají k dispozici podrobné investiční analýzy.

Další výhodou je přístup k nástrojům finančního trhu a jiným aktivům, ke kterým by ani investor s nadprůměrnými prostředky neměl přístup. Kolektivní investování tak umožňuje profitovat z obvykle vyšších výnosů těchto nástrojů i drobným střadatelům.

Fondy ve svém podnikání realizují úspory z rozsahu. Při vysokých objemech aktiv dochází k rozložení poplatků za zprostředkování obchodů a dalších výdajů spojených se správou portfolia a tím k minimalizaci nákladů pro podílníka.

Kolektivní investování nabízí investorům zprostředkovaně širokou nabídku různých druhů investičních instrumentů. Klient si tak může vybírat mezi velkým počtem fondů představujících různé druhy aktiv a jejich kombinací. Zejména v posledních několika letech došlo k obrovskému nárůstu počtu rozličných druhů fondů. Ty se liší jak druhem aktiv, regionem jejich původu, denominací a mnoha dalšími hledisky.

⁷ Např. v České republice určuje zákon o kolektivním investování pro standardní a většinu speciálních fondů limity pro maximální podíl jednoho instrumentu a instrumentů jednoho emitenta v portfoliu fondu.

Investice do různých forem kolektivního investování představují pro velký počet domácností dosažitelný způsob ukládání úspor, který je atraktivní díky možnému podílu na růstu finančních trhů. Domácnosti jsou tak motivovány k sociální zodpovědnosti a kolektivní investování může představovat výhodnou alternativu zejména v případě dlouhodobého spoření na důchod nebo pro budoucí financování vzdělání svých dětí.

Ve své činnosti podléhají správci fondů státnímu dozoru a tím je zajišťována minimalizace rizika, že investiční společnost nebude spravovat majetek ve shodě se zájmy investorů nebo že se bude přímo na jejich úkor nezákonně obohacovat. Další dozor vykonávají depozitáři a auditoři. V celém odvětví je standardem informační otevřenost. Majetek podílníků je striktně oddělen od majetku investiční společnosti. Investice do fondů může být výhodná i z hlediska daňového.⁸

V neposlední řadě umožňuje většina nástrojů kolektivního investování velmi rychlou výplatu podílů.⁹ Tato likvidita je zajištěna tím, že určitou část portfolia fondu tvoří vklady na bankovních účtech a tím je umožněna plynulá výplata odkoupených podílových listů.

1.1.2. Nevýhody kolektivního investování

Mezi nevýhody kolektivního investování mohou patřit někdy relativně vysoké poplatky za nákup a prodej podílových listů a poplatek za obhospodařování.¹⁰ Tyto poplatky kryjí náklady investičních společností jako správců fondů na výdaje za

⁸ V České republice je příjem z prodeje podílových listů v případě fyzických osob (pokud PL nejsou zahrnuty v obchodním majetku) osvobozen od daně z příjmů, pokud od nákupu PL uběhlo alespoň 6 měsíců. Firmy platí z dividendového příjmu 15% srážkovou daň. Více v subkapitole 2.5.5.

⁹ V České republice jsou podle zákona o kolektivním investování správci otevřených podílových fondů povinni vyplatit podíly do 15 dnů od podání žádosti klienta za cenu rovnající se aktuální hodnotě daného podílu na vlastním kapitálu fondu. V naprosté většině případů ale probíhají zpětné odkupy do 3 dnů. Dle nového zákona o kolektivním investování mohou speciální fondy stanovit ve svém statutu podmínky pro další omezení vydávání nebo odkupování podílových listů.

¹⁰ Ve zjednodušeném statutu českých standardních fondů se musí objevit informace o celkové nákladovosti fondu (tzv. Total Expense Ratio, TER). Ten je roven poměru celkových provozních nákladů fondu k průměrné měsíční hodnotě vlastního kapitálu fondu. Více viz vyhláška č. 457/2004 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování.

správu portfolia, platy zaměstnanců, další provozní náklady a také samozřejmě vytvářejí potenciální zisk investiční společnosti.

Investoři jsou ve své volbě omezeni jen na výběr určitého fondu. Více již nejsou schopni ovlivňovat složení své investice a tím ztrácejí takzvanou investiční volnost. Nicméně toto omezení by v současné době vzhledem k výše popsané široké nabídce druhů fondů nemělo představovat zásadní překážku.¹¹

Mezi další nevýhody patří riziko nečestného jednání správce fondu¹² anebo riziko z poklesu trhů a tím i znehodnocení investic. Dále také platí, že instrumenty kolektivního investování nejsou na rozdíl od bankovních vkladů pojištěny.

Je možné tvrdit, že kolektivní investování představuje jednoduchou a pohodlnou možnost správy úspor jak pro domácnosti, tak i pro větší investory. Kolektivní investování tedy sdružuje domácnosti a firmy s volnými peněžními prostředky v jejich snaze o co nejvyšší výnos, minimalizaci rizika a nejvyšší možnou likviditu při investování zejména na finančních trzích při realizaci co největších úspor z rozsahu na nákladech spojených s touto činností. Klíčový vliv na možnost rozvoje kolektivního investování má stav finančního trhu.

1.2. Finanční trh a kolektivní investování

Finanční trhy spolu s trhy fyzického kapitálu a trhy práce patří mezi trhy výrobních faktorů neboli zdrojů užívaných k další výrobě. Funkčnost těchto trhů zásadním způsobem ovlivňuje výkon celé ekonomiky. Finanční trh je systém institucí a vztahů, kde se setkává nabídka a poptávka po penězích. Finanční trhy mají v ekonomice nezastupitelné místo, neboť umožňují pohyb finančních prostředků od těch, kteří jich mají nadbytek a nemají pro ně dostatečně produktivní investiční

¹¹ Ke konci roku 2004 bylo v evropských zemích registrováno více než 43 000 různých fondů. Více viz v EFAMA (2005a). Ve Spojených státech byl počet různých fondů odhadován na více než 16 000 (Investment Company Institute, www.ici.org).

¹² V České republice se mnoho investorů stalo obětí nečestného jednání správců fondů zejména v průběhu a po skončení kupónové privatizace, kdy byl majetek investorů ve fondech takzvaně „vytunelován“. Detailní popis mnoha známých kauz je například v Liška, V., Gazda J. (2004), str. 352-361 anebo ČEKIA (2003).

příležitosti, k těm, kteří mají finančních prostředků nedostatek ale mají pro tyto prostředky efektivní využití. Tím finanční trhy zásadním způsobem zvyšují produktivitu a efektivitu ekonomiky jako celku. Funkcí finančního trhu je tedy soustřeďování volných finančních prostředků a jejich následnou alokaci tam, kde je jejich použití nejvýhodnější. Jde tedy o přeměnu úspor v investice.

Účastí na finančním trhu se rozumí hmotně motivované nakupování a prodávání peněz v jejich rozličných formách. Majitel peněz se tak jejich zapůjčením stává věřitelem a také finančním investorem. Své prostředky prodává vypůjčovateli, který nemá dostatečný vlastní kapitál k realizaci vlastních plánovaných investic. Za toto zapůjčení náleží investorovi odměna ve formě úroku. Ten představuje kompenzaci věřiteli za to, že se po určitou dobu zdržuje možnosti nakládat se svými prostředky. Vypůjčovatel použije tyto peněžní prostředky podle svého investičního záměru s cílem dosažení zisku. Zájmem investora je maximalizovat výnos, minimalizovat riziko a udržovat potřebnou likviditu. Výnosem bývá úrok nebo vyplacená dividenda a případně výnos ze zhodnoceného kapitálu.

Střet nabídky a poptávky po penězích určuje výši úroku¹³. Ta ale spolu s dalšími faktory zpětně působí na nabídku a poptávku po penězích. Pokud roste výše úroku, subjekty v ekonomice ceteris paribus preferují spoření před spotřebou a roste tím jejich míra úspor. Ve stejné situaci zapůjčovatelé snižují svoji poptávku po volných prostředcích, protože rizikové prémie z realizovaných investic klesají. Pokud se zvýší množství peněz v ekonomice, dojde k poklesu jejich ceny a tedy k poklesu úrokových měr.¹⁴

Výše úroku v sobě zahrnuje i kompenzaci možného rizika změny hodnoty zapůjčeného kapitálu. Z toho důvodu existuje v ekonomice široké rozpětí úrokových měr, jimiž se udává výše úroku. Nejnižší úrok obvykle přinášejí cenné papíry, které představují závazky vyspělých a stabilních států, neboť jsou považovány za nejméně rizikový investiční nástroj. Oproti tomu výše úrokových měr úvěrů podnikům

¹³ Pro detailní pohled na teoretické přístupy k faktorům ovlivňujícím výši úrokové míry viz např.: Revenda et al. (1999) str. 62 – 79.

¹⁴ Pro kritiku této teze ze strany M. Friedmana viz Mishkin (1992) str. 124 – 130.

působícím v nestálém prostředí mohou být vysoké, protože vyvažují vysoké riziko nesplacení těchto úvěrů.

Riziko úpadku ale není jediné riziko s nímž jsou investice na finančních trzích spojeny. Mezi další patří riziko plynoucí ze změny úrokových měr (úrokové riziko), tržní, inflační a politické riziko, riziko likvidity, finanční riziko a další. Některá z těchto rizik se dají minimalizovat diverzifikací portfolia. To jsou rizika, jejichž původ je ve faktorech, jež ovlivňují pouze určitou firmu nebo odvětví nebo druh investice. Jsou ale rizika, jimž podléhá celý trh. Ty se nazývají nediverzifikovatelná a jsou způsobena faktory, jež působí na ceny všech aktiv. Mezi ně patří zejména změna úrokové míry, možnost potíží celého hospodářství, politické nestability, přírodních katastrof anebo závažných sociálních problémů. Systematické riziko je možné snížit investováním na mezinárodních trzích. Pak ale vystávají další rizika, jako například: měnové riziko, riziko země a neefektivnosti, daňové a informační riziko anebo riziko nelikvidity.¹⁵

Finanční trhy mají vícero podob a právě pro jejich různorodost se rozlišuje mnoho různých jednotlivých trhů, jež se hromadně označují právě jako finanční trh. Rozlišovat mezi jednotlivými trhy se dá podle rozličných hledisek. Je třeba ale mít na paměti, že členění trhů je vždy omezeno použitými hledisky a ve skutečnosti se takto definované jednotlivé trhy mohou překrývat. Toto dělení zejména v poslední době znesnadňují tendence vzájemného propojování trhů a vznik nových produktů, které nelze jednoduše zařadit. Je tedy nezbytné chápat členění spíše jen jako pomůcku pro lepší pochopení podstaty finančních trhů.

Prvním hlediskem je geografická poloha a národní příslušnost určitého trhu. Trhy, které zajišťují mezinárodní platební styk se nazývají devizové trhy. Obchodují se zde bezhotovostní zahraniční platební prostředky, tedy v cizině splatné pohledávky znějící na cizí měnu. Na nich se uskutečňují platby spojené s mezinárodním obchodem, realizují se zde mezinárodní bankovní půjčky a mezistátní úvěry a také zde probíhají kursové a měnové zajišťovací operace.

¹⁵ Přehled jednotlivých rizik a jejich popis poskytuje např. KCP (2004a) str. 32 – 38.

Pro investora i dlužníka je geografická, jazyková, právní anebo kulturní blízkost orgánů určitého národního trhu lákající. Ve spojitosti s obrovskou internacionalizací trhů v poslední době není problém i pro drobnějšího investora účinkovat na trzích po celém světě. Vzhledem k masovému používání počítačů a počítačových sítí, směnitelnosti měn, dematerializaci cenných papírů, univerzálnosti forem používaných instrumentů, sblížování právních úprav a neustále se zvyšujícímu objemu obchodů ale ztrácí toto hledisko na svém zásadním významu.

Základní způsob dělení finančních trhů je dle časového hlediska. Tím se dělí finanční trh na peněžní trh a kapitálový trh.¹⁶ Na peněžním trhu se obchodují krátkodobé finanční instrumenty, tedy ty, jejichž splatnost je kratší než jeden rok. Peněžní trh slouží hlavně k zajištění likvidity účastníků zprostředkováním vzájemné výměny dočasných přebytků. Účastníky peněžního trhu jsou zejména velcí investoři jako státy, centrální banky, obchodní banky, pojišťovny anebo zajišťovny. Z toho vyplývá jedna z charakteristik peněžního trhu, a tou je vysoký objem transakcí. Mezi další vlastnosti se řadí obvykle nízké riziko investic, jejich vysoká likvidita a relativně nízký výnos. Mezi cenné papíry obchodované na peněžních trzích patří pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, směnky, komerční papíry. Dále se jako peněžní trh označuje trh mezibankovních depozit, kde si obchodní banky navzájem půjčují peněžní přebytky. Mezi peněžní trhy můžeme v širším pojetí zahrnout i trhy krátkodobých a obchodních úvěrů.¹⁷

Naproti tomu kapitálový¹⁸ trh umožňuje obchod s dlouhodobým kapitálem. Cennými papíry obchodovanými na těchto trzích jsou zejména státní, komunální a podnikové obligace, akcie, hypoteční zástavní listy a právě samotné podílové listy

¹⁶ Toto rozdělení používá např.: Mishkin (1992) a Havel (2000). Naproti tomu Revenda et al. (1999) ale uvádí dělení národních finančních trhů na peněžní, kapitálový a úvěrový. Na rozdíl od předchozích, kteří: „...chápu finanční trh pouze jako trh s cennými papíry, a potom tzv. nesekuritizované úvěrové instrumenty z finančního trhu vypadávají“. Více v Revenda et al. (1999) str. 93 – 101.

¹⁷ Pojetí peněžních a kapitálových trhů v širším a užším smyslu používá Havel (2000).

¹⁸ Jílek (1999) na str. 41 definuje kapitál v širokém pojetí jako: „... výrobní faktor, jehož výnosem je zisk nebo úrok“ a „Kapitálem obecně nazýváme vyprodukované hodnoty, s jejichž pomocí mohou být produkovány jiné hodnoty“. Také definuje finanční kapitál (kapitál v úzkém pojetí) jako ten, který vynáší majiteli úrok.

subjektů kolektivního investování¹⁹. Kapitálové trhy jsou obecně oproti peněžním trhům vnímány jako více rizikové, ale na druhou stranu poskytují možnost vyššího výnosu. Na pomezí kapitálového trhu stojí také trhy střednědobých a dlouhodobých úvěrů.

Dalším hlediskem, které můžeme užít při členění kapitálového trhu je věcné hledisko, tedy druh cenného papíru se kterým se obchoduje a druh závazku, který tento cenný papír představuje. Toto hledisko je nejzřetelnější na kapitálovém trhu, který potom můžeme rozdělit na trh akcií a trh obligací. Obligace představuje smluvní závazek dlužníka vyplácet jejímu držiteli určité částky v pravidelných intervalech až do určitého data, kdy je splacena poslední platba. Oproti tomu akcie představují podíl na aktivech a zisku dané akciové společnosti. Akcie jsou považovány za dlouhodobé aktivum a jsou tedy řazeny na kapitálové trhy, protože nemají žádný termín splatnosti. Jak akcie tak obligace představují způsoby získávání dlouhodobých prostředků pro jejich emitenty.²⁰

Dělení, které se používá zejména na kapitálovém trhu, je rozlišování primárního a sekundárního trhu. Na primárním trhu se prodávají nové emise cenných papírů prvotním kupcům a investovaný kapitál plyne se stává aktivem emitenta. Na sekundárním trhu se obchodují již jednou prodané cenné papíry. Tam je možno prodat cenný papír za hotové peníze, tím je zajišťována jejich likvidita. Sekundární trhy také určují cenu cenného papíru. Obě tyto funkce se zpětně promítají do fungování primárních trhů. Sekundární trhy bývají organizovány dvojím způsobem. Jedním je burza, na které se kupující a prodávající anebo spíše jejich agenti (brokeři) scházejí k uzavírání obchodů na určitém místě. Druhý způsob je mimoburzovní volně

¹⁹ V průběhu vývoje převládly na celém světě otevřené fondy, jejichž podílové listy se neobchodují. Relativní novinkou v oblasti kolektivního investování jsou tzv. Exchange Traded Funds (ETF). Portfolia těchto fondů odrážejí dluhopisové nebo akciové indexy. Jejich podíly jsou obchodovány na burze jako standardní cenné papíry a zároveň mohou být vydávány a odkupovány, ale jen ve velkých balících institucionálními investory. Jejich cena se může do určité míry lišit od hodnoty aktiv, ale je vyrovnávána právě jejich prodeji a odkupy. Tyto fondy představují zajímavou alternativu i pro nízké poplatky, které odpovídají pasivní správě portfolia. Detailní popis fungování ETF poskytuje Mamaysky, Spiegel (2001).

²⁰ Detailní popis jednotlivých investičních instrumentů je možno nalézt např. v Revenda et al. (1999) str. 201 – 262 nebo Sharpe et al. (1999).

přístupný sekundární trh (OTC market), na kterém působí volně rozmístění obchodníci (dealeři), kteří jsou vybaveni vlastní zásobou cenných papírů a prodávají je nebo kupují od kohokoli, kdo přijme jejich ceny.

Při zkoumání finančních trhů podle zúčastněných stran je můžeme rozdělit na trhy bankovní, mezibankovní a burzovní. Při zohlednění forem obchodovaných instrumentů se rozlišují trhy úvěrové, devizové a trhy cenných papírů. Dalším kritériem dělení finančních trhů je případná existence časové difference mezi uzavřením a realizací obchodu. Pokud dochází k vypořádání obchodu ihned po jeho uzavření, jedná se o trh promptní. V opačném případě mluvíme o termínovém trhu a jeho předmětem jsou zejména opční smlouvy, futures, forwardové a swapové nástroje.

Majitelé finančních přebytků mohou nakupovat cenné papíry přímo bez zprostředkování jinými osobami nebo institucemi. To ale může být v praxi docela obtížné, protože potřeby investorů a vypůjčovatelů se obvykle značně liší. Na finančních trzích tak můžeme rozlišovat přímé a nepřímé investování. V systému finančních trhů mají nezastupitelné místo finanční zprostředkovatelé, kteří jsou spojovacím článkem mezi investory a vypůjčovateli v případě nepřímého investování. Důvodem, proč jsou k plnějšimu využití finančního trhu potřeba finanční zprostředkovatelé, je existence značných informačních a transakčních nákladů v ekonomice.²¹

Činností finančních zprostředkovatelů dochází k agregaci většího počtu drobnějších úspor. Poté je snazší zapůjčování peněz, než kdyby si každý jednotlivý majitel úspor musel hledat sám uchazeče o úvěr, protože zprostředkovatelé provádějí přeměnu splatnosti tím, že přijímají vklady na určitou dobu a přeměňují je na půjčky s jinou dobou splatnosti (časová transformace). Obdobným principem probíhá přeměna objemu vkládaných a zapůjčovaných aktiv (kvantitativní transformace),

²¹ V posledních letech dochází k poklesu transakčních nákladů a asymetričnosti informací ale oproti tomu roste podíl finančních zprostředkovatelů. Tento rozpor je popisován např. v Allen, F., Santomero, A. M. (1998): The theory of financial intermediation, University of Pennsylvania, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/theory.pdf>.

přesun aktiv mezi jednotlivými místy a zeměmi (teritoriální transformace) anebo konverze měny aktiv (měnová transformace). Jejich činnost vede také ke snížení nákladů a rizika pro investora tím, že mohou úspory každého věřitele rozdělit mezi velký počet úvěrů. Dále jsou schopni jednotlivá rizika odhadnout a ošetřit lépe než jednotlivý věřitel.

Kolektivní investování je jedním z nebankovních finančních zprostředkovatelů. Svým působením na finančních trzích přispívá k vyšší efektivitě těchto trhů a tím také i celkovému vyššímu výkonu ekonomiky.

1.3. Subjekty kolektivního investování

V odvětví kolektivního investování vystupují tři základní aktéři. V prvé řadě se jedná o investory, kteří vkládají své disponibilní finanční prostředky do fondů. Jejich motivací je využít společný zájem v participaci na finančních nebo jiných trzích prostřednictvím finančního zprostředkovatele, kterým je kolektivní investování.

Ve druhé řadě jsou to správcovské společnosti²², které mají za úkol spravovat vložené prostředky ve fondech v souladu s investiční strategií fondu prostřednictvím vhodné volby portfolia fondu. Dalšími úkoly správcovských společností je zajištění distribuce a propagace fondů, plnění informační povinnosti, vedení účetnictví fondu a další povinnosti vyplývající ze správy fondu.²³ Správcovská společnost nese odpovědnost za nakládání s prostředky fondu. Za tyto služby si účtuje odměnu v podobě poplatků při nákupu anebo prodeji podílů (distribution fee), obhospodařovatelský poplatek (management fee) anebo podíl z výnosů.

Třetím aktérem je depozitář²⁴, právnická osoba (v ČR pouze banka) právně i majetkově oddělená od správcovské společnosti a fondu. Depozitář ve skutečnosti drží aktiva fondu, plní příkazy správcovské společnosti ohledně nakládání s těmito

²² V České republice investiční společnosti, v zahraničí potom obvykle management company.

²³ Podle UCITS III Direktivy (viz kapitola 2.6.1) mohou správcovské společnosti delegovat některé činnosti na třetí strany. Nezavazují se tak odpovědnosti a nesmí tím být ztíženi dohled regulátora.

²⁴ Role depozitáře je obsažena v evropských systémech kolektivního investování. Ve Spojených státech je správcem aktiv fondu tzv. custodian.

aktivy a ze zákona vykonává kontrolní funkci, kdy dohlíží nad souladem investic s právní úpravou a se statutem fondu. Základním smyslem zakotvení pozice depozitáře v právní úpravě je jeho úloha primárního dohledu a tím ochrana podílníků potažmo jejich aktiv. Úkolem depozitáře ale není kontrolovat správnost investiční politiky fondu.

Základní jednotkou kolektivního investování je fond, v České republice potom podle zákona o kolektivním investování fond kolektivního investování²⁵. Fondy jsou specializované subjekty, které představují nejrozšířenější formu používanou investory jako nástroj pro kolektivní investování. Fond je ekonomická jednotka spravovaná investiční společností²⁶, která shromažďuje prostředky prodejem podílových listů nebo akcií²⁷ a z nich vytváří a spravuje portfolia různých aktiv.

Z důvodu možných konfliktů zájmů²⁸, zejména v rovině správcovských společností, je kolektivní investování regulováno zákonnými a podzákonnými normami.²⁹ Regulace prochází celosvětově zásadním vývojem. V České republice došlo v průběhu transformace k významnému a zajímavému posunu ve vnímání legislativní úpravy a regulace tohoto odvětví.³⁰

²⁵ Na úrovni českých fondů se v zemích Evropské unie podle UCITS Direktivy obvykle rozumí Investment Company (subjekt s vlastní právní subjektivitou) nebo Fund Based on Contract - Contractual Fund (ve Velké Británii Unit Trust, v Irsku Trust). Viz OECD (2001). Ve Spojených státech zákon upravuje také Investment Company (ty se dělí na Unit Investment Trusts a Managed Investment Companies, v největší míře pak jejich otevřená forma – Mutual Fund, viz Sharpe et al. (1999) str. 701 - 706).

²⁶ Fondy nemusejí nutně spadat pod správu investiční společnosti. Ve světě je běžný model fondů, které jsou samostatné (self-managed).

²⁷ V České republice se u podílových fondů jedná o podílové listy a v případě investičních fondů jde o akcie.

²⁸ Pro detailní přehled střetu zájmů v oblasti kolektivního investování v České republice viz The World Bank (2004) str. 15 – 19.

²⁹ V České republice je to zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Hlavním dozorovým orgánem je pak Komise pro cenné papíry.

³⁰ Vývoj regulace se zásadní měrou podílel na vývoji celého odvětví kolektivního investování. Tento vztah je popsán v kapitole 2.

1.4. Různé modely subjektů kolektivního investování

Vzhledem k mnoha různým historickým okolnostem, odlišnosti investičních cílů, velkého množství druhů aktiv v portfoliích fondů a v neposlední řadě vlivu rozdílné regulace došlo ke vzniku mnoha odlišných forem uspořádání fondů. Základní dělení fondů jako základních jednotek kolektivního investování je na uzavřené a otevřené podílové fondy.

1.4.1. Uzavřený a otevřený model

Uzavřený model kolektivního investování se vyznačuje především fixním počtem podílových listů, který investiční společnost během určité relativně krátké doby emituje. Tento počet je buď určen předem nebo je omezen dobou, po kterou jsou podílové listy vydávány. Investiční společnost tyto podílové listy od investorů neodkupuje. S podílovým listy uzavřených typů fondů se obchoduje na sekundárních trzích, kde jejich cenu určuje poptávka a nabídka. Rozdíl mezi cenou aktiv připadajících na jeden podílový list a cenou podílového listu na veřejných trzích se nazývá prémie nebo diskont.³¹ Existence diskontu je způsobena zejména nižší likviditou cenných papírů uzavřeného fondu, než je likvidita cenných papírů obsažených v portfoliu.³²

Naopak otevřený model kolektivního investování se vyznačuje zejména neomezeným počtem podílových listů jednoho fondu. Jejich počet se odvíjí na základě poptávky investorů a každý majitel podílového listu má právo jej kdykoliv odprodat zpět investiční společnosti.³³ Hovoří se tedy o takzvané neukončené emisi. Cena za kterou investor nakupuje a odprodává podílové listy fondu je dána podílem vlastního kapitálu fondu a počtu podílových listů fondu.³⁴ Vlastní kapitál na podílový

³¹ O prémii hovoříme, pokud je cena na trhu vyšší než cena aktiv připadající na jeden podílový list. V opačném případě se jedná o diskont.

³² Detailní pojednání o příčinách existence diskontů obsahuje např. Fajtová (2004) str. 33-43.

³³ V některých případech může investiční společnost pozastavit prodej a nákup podílových listů. Mezi otevřené fondy se řadí i tzv. zajištěné (protected, guaranteed) fondy. Jsou konstruovány tak, aby poskytovaly ochranu před tržním rizikem. (Obvykle jsou proti sobě postaveny standardní cenné papíry kupní opce.) Obvykle je vyžadováno, aby klient zůstal ve fondu určitou dobu, v opačném případě jsou při zpětném odkupu účtovány sankční poplatky.

³⁴ Při prodeji (anebo zpětném odkupu) podílů si investiční společnosti účtují přírážky (resp. srážky v případě zpětného odkupu), které jsou odvislé od likvidity portfolia, způsobu distribuce a

list je navíc informace, která investorovi umožňuje průběžně sledovat hodnotu jeho podílů.

Obecně tedy platí, že investice do otevřených podílových fondů nabízejí pro investora vyšší likviditu a obecně nižší riziko. Nevýhodou otevřeného modelu je ale právě nutnost, aby část portfolia fondu tvořily jen vysoce likvidní instrumenty, které pokryjí případné zpětné prodeje podílových listů fondu. Další nevýhodou je v některých případech omezená možnost správců fondů vstupovat do dlouhodobých obchodů právě z obavy krátkodobého poklesu ceny aktiv fondu.

V poslední době celosvětově převládá otevřený model kolektivního investování. Zejména díky své informační otevřenosti a transparentnosti si získal oblibu u většiny investorů. Uzavřené fondy se tak staly prostředkem zejména pro zkušenější investory a specializované investice. Jejich použití je vhodné zejména při investicích do méně likvidních nástrojů.³⁵

1.4.2. Další členění fondů

Fondy se dají dále rozlišovat z hlediska právní subjektivity. V České republice se fondy s právní subjektivitou nazývají investiční fondy, v opačném případě se jedná o podílové fondy.

Při členění fondů podle realizace výnosu rozlišujeme dva typy. Prvním je růstový fond, který průběžně reinvestuje veškeré zisky plynoucí z držení aktiv. Druhým je výnosový fond, který vyplácí zisk vytvořený hospodařením fondu (tzv. dividendu) podílníkům v pravidelných intervalech.³⁶ Po výplatě dividendy klesne jednorázově hodnota vlastního kapitálu na podílový list o tuto částku.

Zásadní je dělení fondů podle použitých investičních nástrojů. V tom případě rozlišujeme fondy finančního majetku a fondy reálných aktiv. Fondy finančního

konkurenčnosti prostředí. Zejména v důsledku zvyšující se konkurence došlo v průběhu vývoje odvětví k výrazným poklesům poplatků.

³⁵ Uzavřené typy fondů se využívají například pro venture-kapitálové investice.

³⁶ V České republice byla v roce 2003 omezena možnost vyplácet dividendu jen jedenkrát ročně. Více v kapitole 2.5.6.

majetku se dále podle hlediska splatnosti svých aktiv dělí na fondy peněžního trhu a fondy kapitálového trhu. Ty dále podle použitých instrumentů na dluhopisové, akciové, fondy fondů a smíšené.³⁷ Fondy je také možné členit podle geografické příslušnosti jejich aktiv. Dále podle oboru, v němž působí emitenti cenných papírů obsažených ve fondu (sektorové fondy). Dluhopisové fondy je pak možné rozlišit podle druhu a kvality obligací, jež nakupují.

Fondy je také možno rozlišovat podle přístupu k tvorbě jejich portfolia. Pasivní přístup vychází z předpokladu efektivního chování finančních trhů. Jeho extrémní variantou jsou tzv. indexové fondy, jejichž portfolia se skládají z cenných papírů určitého indexu v příslušném poměru. Naproti tomu aktivní přístup předpokládá neefektivitu na finančních trzích. Na základě investičních analýz se správci portfolií snaží vyhledávat na trhu možnosti nadstandardních zisků.

Dále existují například garantované fondy, fondy rizikového kapitálu, hedge(ové) fondy a mnoho dalších, které mohou spadat do více kategorií, stojí na jejich pomezí anebo se do žádné zařadit nedají. Kolektivní investování je jednou z oblastí finančních trhů, která prochází nejrychlejším rozvojem a z toho důvodu se objevuje mnoho nových druhů fondů a jiných inovací, které představují rozličné investiční strategie anebo systémy fungování fondů. Tyto změny odrážejí nejen poptávku ze strany investorů a možnosti na finančních trzích ale také legislativní uspořádání a regulační dohled v jednotlivých zemích.

1.5. Počátky kolektivního investování

Prvopočátky kolektivního investování je možno datovat do období konce 17. století, kdy se v tehdejší Holandsku začaly objevovat první nástroje, které reprezentovaly společný zájem více osob ve vlastnictví a správě finančního a nefinančního majetku. Ačkoli byly tyto první formy kolektivního investování odlišné

³⁷ V České republice je používána metodologie členění fondů podle Metodiky klasifikace Unie investičních společností České republiky, která byla vypracována podle metodiky FEFSI (dnes EFAMA) a je uvedena v příloze č.2.

od současných, byly založených na podobných principech. Jedním typem byl společný nákup určité skupiny osob podílu na společnosti (tontines), z něhož plynul dividendový příjem. Tento podíl byl odprodán, když zemřel určitý a předem definovaný počet osob ze skupiny, a zisk z prodeje byl poté rozdělen mezi žijící člen skupiny. Druhým typem bylo společné financování půjček farmářům (plantation loans), kteří se usazovali na holandských a posléze i britských koloniích.

První nástroj finančního trhu, který se dá nazvat fondem a je svým fungováním již velmi podobný dnešním fondům, se objevil v roce 1774, kdy holandský obchodník Abraham van Ketwich začal vybírat příspěvky od investorů pro založení fondu, který pojmenoval Eendragt Maakt Magt³⁸. Do češtiny by se dal jeho název přeložit jako „Jednota tvoří sílu“ nebo také „V jednotě je síla“. Jeho vznik následoval finanční krizi v letech 1772 – 1773 a van Ketwichovým záměrem bylo umožnit drobným investorům diversifikovat svoje portfolia. Byla slíbena 4% roční dividendy, jejíž přesná výše se odvozovala od aktuálního výnosu prostředků v portfoliu fondu. Původním záměrem bylo rozpustit fond po 25-ti letech a výtěžek rozdělit mezi zbývající investory. Přístup do fondu byl otevřen veřejnosti do doby, než bylo prodáno všech 2000 podílů. Poté bylo možno zakoupit podíly jen od stávajících majitelů. Podíly byly vydávány jak na jméno majitele tak v bianco-formě, čili na doručitele.

Při založení byl také vydán skutečný prospekt³⁹ fondu. Ten obsahoval sedmáct článků, které popisovaly detaily o portfoliu, obhospodařování, poplatcích a dividendové politice. V prospektu byli jmenováni také komisaři fondu, kteří měli za úkol dohlížet nad odpovídající správou portfolia. Dále byly definovány kategorie, do kterých směl fond investovat. Šlo zejména o mezinárodní dluhopisy a plantation loans. Byly také stanoveny poměrně detailní a přísné požadavky na diverzifikaci

³⁸ Tento název byl zároveň heslem Holandské republiky. Do angličtiny je v Rouwenhorst (2004) přeloženo jako „Unity Creates Strength“.

³⁹ Místo prospekt se v ČR používá označení statut fondu (v angličtině prospectus).

portfolia. Fond také obsahoval jistou formu loterie, která byla financována z výnosu portfolia, který převyšoval standardní 4% dividendu.⁴⁰

Správce fondu si byl očividně zcela vědom svých závazků a povinností vůči podílníkům fondu. Prospekt vyžadoval vyhotovení výroční zprávy o účetnictví a na žádost úplné poskytnutí relevantních informací zúčastněným podílníkům, aby byla kdykoliv zajištěna „kvalitní a odpovídající správa“. Za tyto služby náležela správci odměna ve výši 0,5 % z objemu majetku při vzniku fondu a roční poplatek 0,2 % z celkových aktiv.⁴¹

Je zřejmý záměr správce fondu v umožnění diverzifikace drobnějším investorům. V portfoliu nebyly zastoupeny akcie a domácí nebo britské dluhopisy, neboť ty byly dostupné i v relativně nízkých denominacích. Tento subjekt by se dal směle přirovnat k současným uzavřeným fondům a je tedy také označován jako první podílový fond.

Úspěch Eendragt Maakt Magt podnítil vlnu následovníků. V roce 1776 založilo konsorcium Utrechtských bankéřů fond Voordeelig en Voorsigtig (Výnosný a opatrný). V prospektu tohoto fondu je popisována výhodnost diverzifikace a tedy vyšší míra jistoty pro podílníky. V roce 1779 Abraham van Ketwich zakládá svůj druhý fond pod názvem Concordia Res Parvae Crescunt.⁴² Zatímco se podobal svému předchůdci názvem i formou, zvýšila se volnost ve skladbě portfolia. V prospektu bylo uvedeno, že fond bude investovat do „solidních cenných papírů a takových, jejichž cena vinou spekulací poklesla a je tedy možné se domnívat, že ponесou značný zisk“. Osudy prvních fondů byly úzce spojeny s vývojem největší části jejich portfolií, a to plantation loans. Když v roce 1780 válka přerušila platby z kolonií, poklesly ceny plantation loans a následně i ceny podílů ve fondech. Do konce století

⁴⁰ Z dnešního pohledu je možná loterie jako součást fondu poněkud kuriózní. V té době však byly různé formy loterií součástí mnoha cenných papírů.

⁴¹ Tato poplatková struktura je prakticky totožná se současnými fondy a výše poplatků je ve srovnání s dnešními subjekty relativně nízká.

⁴² Latinský originál k Eendragt Maakt Magt. Původní latinské přísloví „Concordia res parvae crescunt, discordia maximae dilabuntur“ se dá také přeložit jako „Malí ve svornosti rostou, rozkol rozrušuje ty největší“.

se podíly všech 3 fondů přestaly obchodovat na Amsterdamské burze. V roce 1824 byl zlikvidován fond Eendragt Maakt Magt. Až do roku 1893 fungoval Concordia Res Parvae Crescunt a tím se stal se svou 114 let trvající historií nejspíše nejdéle existujícím fondem v historii.

Mezi roky 1780 a 1790 se objevilo asi 30 fondů se záměrem nakupovat nástroje reprezentující dluh Spojených států amerických. Vzhledem k výhodnosti těchto cenných papírů způsobených především vysokým diskontem, s jakým se tou dobou prodávaly, byly tyto fondy vcelku úspěšné. Další rozvoj nástrojů podobných kolektivnímu investování probíhal od počátku 19. století v souvislosti se vstupem dalších vládních dluhů na kapitálové trhy opět v Holandsku. Tyto nástroje umožňovaly nakupovat cenné papíry reprezentující zahraniční vládní dluhy i drobnějším investorům, protože rozkládaly náklady na jejich pořízení.

V roce 1822 vzniká v Belgii firma Société Générale de Belgique se záměrem kolektivního investování. O 30 let později se objevuje první investiční fond ve Francii s názvem Crédit Mobilier.

V roce 1860 vznikla ve Skotsku Scottish-American Investment Company. První investiční fond na území Spojeného království byl zalozen v Londýně v roce 1868 a nesl jméno The Foreign and Colonial Government Trust. V prospektu je opět uvedena věta, kter  vystihovala smysl a důvod vytvoření fondu, jenž se v principu neliší od současného stavu. Cílem tedy bylo poskytnout „investorům s nevelkými prostředky stejn  výhody, jako mají velcí kapitalist , v minimalizaci rizika p  investování do zahraničních a koloniálních cenných papírů rozlozením investice do většího počtu různých titulů“. Fond byl vytvořen podle vzoru svých holandských předchůdců, protože jeho dividendy byla niઁší neઁ prům rn  výnos portfolia a tento rozdíl měl být použit na postupn  odkupování vlastních podílů v p b hu dalších 24 let. Do roku 1875 bylo v Londýně vytvořeno 18 dalších trustů⁴³. V 70. letech 19. století vznikají také investiční trusty ve Skotsku. Byly to akciov  společnosti s fixním kapitálem obchodovan  na region ln  burze a investující do cenných papírů

⁴³ Trusty jsou uzavřeny fondy s pr vn  subjektivitou.

obchodovaných na Londýnské burze. V této době také zakládá Robert Fleming svůj první slavný fond později pojmenovaný First Scottish American Investment Trust investující do amerických železničních dluhopisů. V 90. letech 19. století se objevují první fondy ve Spojených státech. Jde zejména o uzavřené fondy vydávající pevný počet podílů, které nebyly obvykle zpětně odkupovány. Navíc se cena při prodeji nutně nerovnal podílu hodnoty portfolia fondu.

1.6. Vývoj ve 20. století

To se změnilo v roce 1924, kdy se zrodil The Massachusetts Investor Trust, jenž byl prvním otevřeným fondem nepřetržitě prodávajícím a zpětně odkupujícím své podíly, jejichž cena se rovnala hodnotě odpovídající části portfolia. Podíly už nebyly obchodovány na burze a jejich cenu neutvářela nabídka a poptávka po nich. Otevřený model fondu postupně převládl a stal se tak důležitou inovací, která přispěla k dalšímu rozvoji odvětví kolektivního investování.

Vývoj kolektivního investování ve 20. století byl silně ovlivňován právní úpravou a celosvětovým vývojem na finančních trzích. Nutnost legislativního ošetření odvětví a ochrana investorů se po četných skandálech a zpronevěření ukázaly jako nezbytné. Značný dopad na odvětví měly také změny a inovace v samotném principu fungování fondů. Novinka v podobě otevřené formy v první polovině a zbrusu nové typy fondů zejména ke konci a na přelomu století daly zásadní impulsy k růstu a rozvoji kolektivních forem investování.

1.6.1. Vývoj v USA

Ve Spojených státech měl počátek rozvoje oproti Evropě zpoždění, které bylo ale posléze rychle smazáno. V roce 1893 vznikl The Boston Personal Property Trust a v roce 1904 The Railway and Lights Securities Company jako běžné společnosti a obě se později přeměnily na investiční společnost. A v roce 1921 zahájila činnost The Securities of America již od počátku jako investiční společnost. Do roku 1929 vzniká ve Spojených státech 420 uzavřených fondů. V roce 1924

přináší již zmíněný The Massachusetts Investor Trust zásadní průlom v otevřené formě fondu.

Slibný vývoj odvětví byl zabrzděn burzovním krachem 30. let a následnou Velkou depresí ve třicátých letech. Mezi další příčiny patřily nedostatečná diverzifikace a četná zpronevření a pochybení ze strany správců. Následně bylo přijato několik zákonů regulujících podnikání na kapitálových trzích, které měly za úkol lépe chránit investory a přispět k opětovnému rozvoji finančních trhů a celé ekonomiky USA.

Jedním z nich byl zákon o cenných papírech v roce 1933, který stanovoval rozsáhlou informační povinnost emitentů cenných papírů. Poté byl v roce 1940 přijat zákon o investičních společnostech, jenž zavedl standardy v odvětví kolektivního investování zejména v oblasti správy portfolia, informační povinnosti, výkaznictví, distribuce anebo propagace. Ty přetrvaly bez zásadnějších změn do současnosti. Zákon byl od té doby jen dvakrát v letech 1970 a 1996 spíše technicky novelizován. V časovém testu obstál tento zákon zejména díky rozsáhlým opatřením, která neomezovala pouze podnikání samotného fondu, ale i činnost administrátorů⁴⁴, ředitelů z řad podílníků, správců portfolia, distributorů a jejich zaměstnanců. Je na čtenáři, aby porovnal kvalitu a trvanlivost zákonných norem v českých zemích s výše uvedeným případem.

Zákon o investičních společnostech zavedl mnohem vyšší míru ochrany investorů a připravil tak pole pro rozvoj kolektivního investování. Ve 40. letech ale vzhledem k probíhající druhé světové válce a následné poválečné obnovy nezaznamenalo toto odvětví zásadní rozvoj. V padesátých a šedesátých letech ale spolu s rozvojem ekonomiky probíhal růst na akciových trzích. Z tohoto příznivého klimatu samozřejmě také těžily fondy, které v té době zažívaly svůj první velký rozvoj. Po vzoru Spojených států se fondy rozšířily po celé západní Evropě a v Japonsku.

⁴⁴ V USA jsou mutual funds řízeny externím správcem, který se označuje jako administrátor. Ten má za úkol dohlížet nad činností ostatních společností, které poskytují fondu svoje služby, a zajišťovat aby bylo podnikání fondu v souladu s právní normou a zájmem podílníků.

Tabulka 1-1: Vývoj majetku v fondech v USA v letech 1929 – 2004

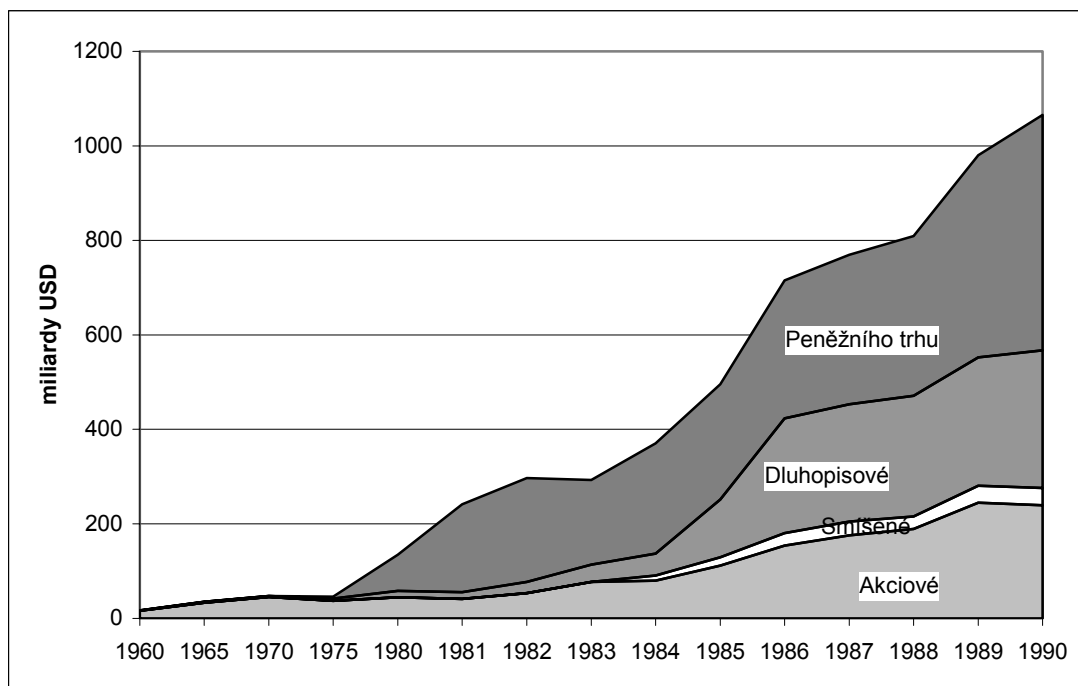
Rok (ke konci)	Otevřené fondy	Uzavřené fondy
1929	0,1	2,9
1940	0,5	0,6
1950	205,0	0,9
1960	17,0	2,1
1970	47,6	4,0
1980	134,8	n.a.
1990	1 065,2	52,4
1995	2 811,5	135,7
2000	7 269,1	143,1
2004	8 101,1	254,4

(zdroj: Musílek (2002), ICI (2004a), www.ici.org)

V té době se rozvinuly nejvíce fondy investující do akcií. V 70. letech ale v souvislosti se stagnací na trzích poklesla obliba těchto fondů a zájem investorů se přesunul k fondům, které investovaly zejména do krátkodobých instrumentů s pevným úročením. Tak vznikly fondy peněžního trhu, které na konci 70. let oživily sektor kolektivního investování. V následující době díky vysokým úrokovým sazbám a regulaci výnosů bankovních vkladů⁴⁵ došlo k obrovskému růstu zejména právě fondů peněžního trhu. Tyto fondy přestaly sloužit jen drobným investorům, ale staly se i nástrojem řízení likvidity pro velké korporace a další institucionální investory. Zmíněný vývoj ukazuje názorně graf 1-1.

⁴⁵ V USA existovaly úrokové stropy stanovující maximální úrokové sazby, které mohly banky vyplácet na vklady na běžných účtech (tzv. Regulation Q). V 70. letech došlo k nárůstu úrokových sazeb, které zásadně převýšily tyto stropy.

Graf 1-1: Vývoj aktiv jednotlivých druhů fondů v USA v letech 1960 -1990



zdroj: ICI (2004a)

V průběhu 80. let rostla světová ekonomika a zejména ve Spojených státech se stala módou péče o vlastní úspory zejména formou investování na kapitálových trzích. Tato vlna zasáhla všechny vrstvy společnosti a dále se rozšířila i do ostatních vyspělých zemí. Tyto faktory přispěly k dalšímu obrovskému růstu vkladů do nástrojů kolektivního investování. V té době již celosvětově převládaly otevřené formy fondů.

Směrování fondů ve Spojených státech v průběhu 80. let pozitivně ovlivnily kromě hospodářského růstu a nálady ve společnosti i některé změny v regulaci fondů a zejména daňové změny v souvislosti s penzijním spořením. Jednou ze změn byla úprava pravidla známého jako 12b-1, jehož pojmenování se odvíjelo od paragrafu Zákona o investičních společnostech, ke kterému se vztahovalo. Toto pravidlo zakazovalo nést samotným fondům jakoukoli část nákladů spojenou s prodejem a distribucí podílových listů. Tyto náklady měly být hrazeny z příjmů distributora fondu nebo přímo investiční společností. Od přijetí tohoto pravidla mohl fond vystupovat jako distributor a za náklady spojené s distribucí mohl účtovat poplatek až do výše 1,25 % z čistých aktiv fondu ročně. Toto uvolnění bylo ale následně v některých případech zneužito, když správci fondů zahrnovaly mezi tyto náklady

položky, které s distribucí fondů nesouvisely. Tato změna měla ale spíše pozitivní dopad, protože umožnila správcovským společnostem vyšší efektivitu při řízení fondu, umožnila nové formy propagace a distribuce a zvýšila konkurenci mezi jednotlivými fondy.

Zásadnější význam mělo daňové zvýhodnění některých penzijních plánů. Díky těmto formám důchodového spoření se staly podílové fondy významnou složkou penzijního systému v USA a tím také rostly významnou měrou objemy investovaných prostředků.

1.6.2. Vývoj v Evropě

Po druhé světové válce se mimo zemí s již zavedeným kolektivním investováním (Spojené království, Nizozemí, Belgie) objevují investiční společnosti v Německu, Dánsku, Rakousku, Francii a dalších. V 80. letech se fondy peněžního trhu pod vlivem úspěchu dostaly i do Francie. Byly to otevřené fondy, které nabízely klientům likvidní a v podstatě bezpečné investice s výnosy ve výši úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Připravili tak půdu pro budoucí rozmach a díky tomu se stala Francie v dalších letech zemí s největším objemem prostředků vložených do subjektů kolektivního investování na jednoho obyvatele v Evropě.

Do začátku devadesátých let dvacátého století ale představovaly objemy majetku ve fondech jen velmi malou část úspor obyvatel Evropy. Statistiky ukazují, že v tomto období že tou dobou obhospodařovaly evropské fondy okolo 0,5 miliardy EUR. K zásadní změně dochází právě v devadesátých letech. V průběhu tohoto období dojde k zásadnímu růstu jak objemů investovaných prostředků, počtu a druhů fondů a počtu investorů.

2. Vývoj kolektivního investování v České republice

V České republice došlo v průběhu ekonomické transformace na poli kolektivního investování k překotnému a velice specifickému vývoji. V prvních letech vzniklo několik investičních společností, které založily první podílové fondy. Zásadní změnu do odvětví kolektivního investování přinesla kupónová privatizace. V jejím průběhu vznikl velký počet investičních privatizačních fondů, do nichž vložila většina občanů své investiční kupóny. Obrovský růst významu kolektivního investování ale probíhal na naprosto nedostatečně ošetřeném právním základě. Tento fakt se posléze projevil, když začalo docházet k nestandardnímu chování některých správců, což mělo za následek velký pokles důvěry investorů a celkovou krizi odvětví. Od roku 1998, kdy vstoupila v platnost novela Zákona o investičních fondech a investičních společnostech a vznikla Komise pro cenné papíry dochází k postupnému obnovování investorské důvěry, nárůstu celkového majetku ve fondech a posunu celého odvětví směrem k podobě jakou má v zavedených ekonomikách západních zemí.

2.1. Vznik prvních subjektů kolektivního investování

V samých počátcích transformace byla činnost investičních společností a fondů umožněna na základě zvláštních povolení podle §14 odst. 2 zákona č 158/1989 Sb. o bankách a spořitelnách. Tento zákon umožňoval i jiným právnickým osobám přijímat vklady a operovat s cennými papíry. Povolení k této činnosti vydávala Státní banka československá po dohodě s federálním ministerstvem financí.

První investiční společnosti, jejichž předmět podnikání odpovídal kolektivnímu investování, vznikly již v roce 1990. V prosinci 1990 vznikla První investiční, a.s. (PIAS) jako dceřiná společnost Investiční banky⁴⁶, která hned založila dva uzavřené podílové fondy (UPF) a jeden otevřený podílový fond (OPF).

⁴⁶ Později Investiční a poštovní banka.

Jako další vznikly Investiční kapitálová společnost Komerční banky, Spořitelní investiční společnost⁴⁷ a CF INVEST spol. s r.o.⁴⁸ také jako dceřiné společnosti významných bank. Tyto společnosti založily několik korunových fondů,⁴⁹ které ale v tu dobu hrály jen marginální úlohu. Hlavním důvodem jejich vzniku byla připravovaná kupónová privatizace.

2.2. Kolektivní investování v průběhu kupónové privatizace

V rámci reformy a transformace ekonomiky byla pro převod státního majetku do soukromých rukou zvolena kromě tradiční metody privatizace i zcela neobvyklá forma v podobě kupónové privatizace. Jejím smyslem bylo jednak rychle a „spravedlivě“ zprivatizovat velkou část státního majetku a zároveň položit základy pro rozvoj kapitálového trhu. Výsledkem kupónové privatizace byl tedy velký objem emisí akcií a vznik a rozvoj investičních fondů.

V období příprav kupónové privatizace se nepočítalo s příliš velkým zapojením investičních privatizačních fondů (IPF) do kupónové privatizace. Byly brány spíše jako alternativa pro minoritní část držitelů investičních kupónů (DIKů), kteří nebudou chtít provést alokaci svých kupónů sami.⁵⁰

Tento fakt asi také vedl k zásadnímu podcenění právní úpravy odvěti kolektivního investování v době před a v průběhu kupónové privatizace. Před dubnem roku 1991 se vznik subjektů kolektivního investování řídil zmíněným § 14 zákona 158/1989 Sb. o bankách a spořitelnách. Právě v dubnu 1991 nabyt účinnosti zákon č 92/1991 Sb. o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby a nařízení vlády ČSFR č. 383/1991 Sb. o vydávání a použití investičních kupónů. IPF mohla založit právnická osoba se základním kapitálem alespoň 1 000 000 Kčs na každý založený

⁴⁷ Dnes Investiční společnost České spořitelny, a.s.

⁴⁸ Později O.B. INVEST, investiční společnost, a.s., dnes ČSOB investiční společnost, a.s.

⁴⁹ Označením korunové fondy se rozumí fondy, které od svého počátku přijímaly pouze vklady v korunách. Jako kupónové se označují ty, které vznikly pro účely kupónové privatizace. Pro účely zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech byly podle jeho § 1 odst. 5 v průběhu kupónové privatizace investiční body považovány za peněžní prostředky.

⁵⁰ Viz: Tříška (1991).

fond. Základní kapitál fondu, který byl při založení ve výši 100 000 Kčs, se dále zvýšil o akcie získané za investiční body. Zakladatelská společnost je správcem fondu, s nímž uzavřela smlouvu o výši odměny, způsobu použití výnosu a o způsobu zveřejňování informací o hospodaření IPF. Zakladatel fondu musel dále předložit zakladatelský plán fondu. Žádné další požadavky neomezovaly založení IPF a samotné fondy nebyly vůbec omezeny ve směru ochrany investorů. Požadavky na diverzifikaci portfolia IPF byly zavedeny v lednu 1992.⁵¹

Až na konci května 1992 nabył účinnosti zákon č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF), který se na dalších 12 let stal hlavní normou upravující odvětví kolektivního investování v České republice. Subjekty odpovídající svým předmětem podnikání tomuto zákonu, které vznikly ještě před nabytím jeho účinnosti, se dostaly pod jeho působnost a za určitou dobu musely uvést veškeré náležitosti do souladu s novým zákonem.

Zákon obsahoval rozdělení fondů na investiční, uzavřené a otevřené. V tomto zákoně již byly obsaženy prvky, které omezovaly správcovské společnosti v zájmu ochrany investorů. Šlo zejména o požadavky na právní formu, informační povinnost, povolení vzniku a přeměn subjektů regulačním orgánem, způsob propagace, dohled regulátora a zavedení funkce depozitáře. ZISIF omezil předmět činnosti investičních společností pouze na kolektivní investování.⁵² Poměrně důležitá byla nově vzniklá funkce depozitáře, jenž má za úkol kontrolu nad činností investiční společnosti při správě majetku ve fondu. Vznikla také povinnost vytvářet statut fondu, což je dokument, který musí obsahovat vymezení a zaměření investiční politiky, zásady hospodaření fondu, výši úplaty za správu podílového fondu a výši poplatků při nákupu a prodeji podílových listů. ZISIF dále upravoval výši úplaty za

⁵¹ Zákon č. 69/1992 Sb. o vydávání a použití investičních kupónů, jenž nahrazoval nařízení vlády 383/1991 Sb. omezil podíl akcií jedné akciové společnosti na portfoliu IPF na 10% a podíl akcií držných jedním IPF nesměl tvořit více než 20% celkového objemu akcií společnosti. IPF jednoho zakladatele dále nesměly dohromady vlastnit více než 40% celkového souhrnu akcií jedné akciové společnosti.

⁵² Toto omezení pramenilo zřejmě z evropské úpravy kolektivního investování. Jeho funkčnost ve smyslu ochrany investorů se ukázala být přinejmenším sporná. Podle zákona o kolektivním investování již smějí investiční společnosti vykonávat také individuální správu majetku (asset management).

správu investičního nebo podílového fondu. V případě investičních fondů jsou investoři akcionáři fondu se všemi akcionářskými právy. IF měly širší možnosti ve skladbě portfolia, protože mohly nakupovat i movité a nemovité věci a mohly vkládat prostředky podle smlouvy o tichém společenství.

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech se ale ve své první podobě při zpětném pohledu jeví jako příliš liberální. Investorům nezaručoval dostatečnou ochranu, neurčoval odpovědnost správce a nezavedl dostatečný dohled nad subjekty kolektivního investování.⁵³ Zejména právě nedostatečná právní úpravu v průběhu nestandardního období kupónové privatizace zřejmě vedla k rozsáhlé krizi kolektivního investování v České republice, která trvala až do roku 1998.

2.3. Role privatizačních fondů v kupónové privatizaci

IPF měly, jak již bylo řečeno, v kupónové privatizaci hrát jen vedlejší roli. Tento předpoklad se ale později ukázal jako mylný. Zejména díky masivní reklamní kampani, v níž správci fondů slibovali „desetinásobek“,⁵⁴ získaly IPF v první vlně kupónové privatizace více než 70 % investičních bodů. Kupónové privatizace se v první vlně zúčastnilo 8,1 milionů občanů (z toho v ČR 5,9 milionů) a z nich 6,3 milionů využilo možnost svěřit všechny nebo část svých investičních bodů do správy některého z 429 IPF. Druhé vlny, která probíhala v již samostatné České republice v roce 1994, zúčastnilo 6,16 milionů obyvatel a 353 fondů. Ve druhé vlně se již neobjevovaly pouze investiční fondy. Investoři mohli mimo 195 IF vybírat také ze 38 otevřených a 120 uzavřených podílových fondů.

Během krátkého období kuponové privatizace došlo k velké koncentraci majetku došlo v investičních a podílových fondech. Do fondů bylo vloženo v první vlně přes 72 % investičních kuponů. V druhé vlně tvořil tento podíl přes 63 % a za

⁵³ V té době vykonával dozor odbor dozoru nad kapitálovým trhem Ministerstva financí, který byl založen 1. září 1992. Založení fondu probíhalo spíše jako pouhá registrace než licenční proces. V roce 1997 byl tento odbor přejmenován na Úřad pro cenné papíry. Komise pro cenné papíry vznikla až 1. dubna 1998.

⁵⁴ Za kupónovou knížku s kolkem v hodnotě 1 035 Kčs slibovali správci investorům vyplacení částek okolo 10 000 Kčs.

obě vlny dohromady skoro 70 %. Většina z tohoto objemu byla navíc koncentrována v několika největších fondech.

Tato koncentrace ilustruje zásadní problém, který nastal ve spojitosti s IPF v průběhu kupónové privatizace. Již od vzniku prvních privatizačních fondů se stala předmětem odborných diskuzí právě role, jakou by měli fondy hrát ve vztahu k privatizovaným podnikům a způsob výkonu jejich vlastnických práv. První možností byla role portfoliových investorů a druhou aktivní správa a řízení ze strany fondů jako majoritních akcionářů určitých podniků. Odborná veřejnost se přiklonila ke druhé variantě v zájmu efektivního řízení privatizovaných podniků s důvěrou v kompetenci fondů ve vybírání vhodných manažerů. IPF měly dle zákona omezené možnosti v držení většího počtu akcií jedné společnosti (viz poznámka č. 51), ale na druhou stranu byly jedinými subjekty na trhu, které měly reálnou možnost vykonávat ve větší míře aktivně corporate governance. Tento fakt vedl následně k rozsáhlému porušování pravidla o diverzifikaci portfolia ze strany fondů. Role majoritních vlastníků je pro běžné fondy ve vyspělých zemích naprosto netypická a přinesla s sebou mnoho příležitostí k nestandardnímu a neetickému chování ze strany správcovských společností.

Naprostá většina fondů, které se zúčastnili privatizace byly investiční fondy nebo uzavřené podílové fondy. Oba typy představují uzavřené fondy, jejichž podíly nemůže investor odprodat zpět správcovské společnosti. To přinášelo mnohem nižší tlak na efektivitu správy a řízení těchto fondů a na druhé straně také nemožnost získávat další podílníky prodejem nových podílů za peníze.

Dalším faktem, který ovlivnil budoucí směřování kolektivního investování, byla samotná implementace fondů do procesu kupónové privatizace. Ve vyspělých ekonomikách fungují fondy jako prostředek pro zhodnocování úspor, v českém případě vznikly investiční fondy jako nástroj kupónové privatizace pro umístění investičních bodů. Tento fakt znamenal rozdíl ve vnímání fondů a ovlivnil přístup k majetku a jeho správě jak ze strany akcionářů a jeho správců.

Je nesporné, že kupónová privatizace dala zásadní impuls k rozvoji kolektivního investování v České republice. Vznikly tak ve velmi krátké době velké a

silné správcovské společnosti, které byly vybaveny technickým i lidským kapitálem. Avšak možná trochu nešťastná snaha zapojit subjekty kolektivního investování do hektického a nestandardního období, jakým byla právě kuponová privatizace, přinesla nežádoucí efekty v četných případech neetického a někdy i nezákonného chování ze strany těchto subjektů.

2.4. Vývoj po skončení kuponové privatizace

Fondy si v průběhu kuponové privatizace vydobily na kapitálovém trhu významné postavení jako emitenti cenných papírů a zároveň největší investoři. Vliv malých podílníků byl ale zanedbatelný a postupně začali odprodávat svoje podíly. Fondy po skončení kuponové privatizace působily v roli překupníků, kdy svěřený majetek prodávaly třetím osobám. Docházelo k rychlému konsolidaci portfolií a jejich zužování. Jednotlivé fondy přeskupovaly svá portfolia, vytvářely neformální sdružení, kompletovaly jednotlivé akciové balíky a ty následně odprodávaly velkým investorům. Toto období se také nazývá 3. vlnou kuponové privatizace a hlavní transakce jsou ukončeny do konce roku 1997.

V letech 1994-1995 došlo k mnoha pokusům o nepřátelské převzetí fondů. Z vypůjčených prostředků se některé skupiny snažily získat kontrolu nad cizími investičními fondy.⁵⁵ V některých případech se to skutečně podařilo a v jiných získaly původní správcovské společnosti kontrolu nad svými fondy jen za cenu vysokého „výpalného“.

V roce 1996 se mnoho investičních fondů začalo přeměňovat na holdingy, což jsou běžné akciové společnosti jejichž předmětem podnikání nebylo kolektivní investování.⁵⁶ K přeměnám docházelo často na základě narychlo svolaných valných hromad IF, jichž se zúčastnila často jen malá část akcionářů. Záměrem bylo zejména vymanit se ze státního dozoru, omezením v oblasti regulace a někdy také přímo

⁵⁵ Známa je především kauza Motoinvest, kdy se tato skupina snažila získat kontrolu nad většinou podniků.

⁵⁶ K přeměnám na holdingy docházelo pouze v případě investičních fondů vzhledem k jejich samostatné právní subjektivitě.

umožnit nelegální operace s majetkem fondu. Zastánci přeměn uváděli jako hlavní důvod, že holdingy budou mít možnost vytvářet majoritní podíly ve spravovaných společnostech, rozhodovat přímo o jejich činnosti, výplatě dividend a lépe tak spravovat majetek podílníků. Do 1. července 1996 se přeměnilo 89 investičních fondů s majetkem ve výši 30 miliard Kč. Tímto dnem vstoupila v platnost novela zákona o investičních společnostech a investičních fondech, která tyto změny ztížila a zavedla povinnost vypořádat drobné akcionáře při přeměně. Po tomto datu se přeměnilo dalších 66 fondů s majetkem 13,7 miliardy Kč.

V důsledku transformací docházelo k obrovskému pádu cen akcií holdingů, které navíc přestávaly být obchodovány. Diskutovalo se o možné zpětné přeměně holdingů na fondy anebo zavedení nucené správy. Tato opatření nakonec nebyla zavedena. Odborníci se shodují, že za záměrem transformací na holdingy většinou stály nekalé zájmy správců fondů. Tuto hypotézu potvrzují praktické zkušenosti z transformovaných fondů. Mnoho holdingů využilo nabytých většinových podílů ve společnostech k jejich „vysávání“ a poškozování minoritních akcionářů. Mimo těchto negativních dopadů docházelo i k poškozování minoritních akcionářů holdingů neboli bývalých podílníků fondů. V této souvislosti je zajímavé, že na holdingy se nepřeměnily fondy pod správou bank.

Oblíbeným výrazem, který popisoval dění kolem investičních fondů, se stalo „tunelování“. Dá se definovat jako transfer aktiv a zisků společnosti ve prospěch osob kontrolující firmu. Tyto aktivity se odehrávaly jak na úrovni ovládaných firem, tak i v případě samotných fondů a holdingů. Celková částka, která byla odčerpána z investičních fondů, se odhaduje na bezmála 10 miliard Kč. V případě transformovaných holdingů to je až čtyřnásobek. Celkově jde tedy o majetek, který se blíží 50 miliardám Kč.

Zejména transformace na holdingy, nestandardní chování některých fondů a následné zpronevěry vedly ke značným ztrátám běžných občanů a krizi důvěry v kolektivní investování. Tento stav reflektovaly i státní orgány, když v Analýze českého kapitálového trhu, kterou provedlo v roce 1997 Ministerstvo financí je uvedeno, že: „... Obecně se dá říci, že způsob regulace aplikovaný na investiční

fondy a investiční společnosti v procesu kuponové privatizace neodpovídá úloze a potřebám kolektivního investování v postprivatizačním období“. Myslím, že je možné konstatovat, že tato regulace nebyla odpovídající ani v případě samotné privatizace. Analýza dále uvádí některé nelegální metody poškozování investorů. Mezi ně patřilo: neformální a těžko identifikovatelná propojení různých společností, nakupování bezcenných aktiv, velké smluvní pokuty, uzavírání nevýhodných opčních a termínovaných obchodů, nevýhodné koupě a prodeje cenných papírů a další.

Tato krize způsobovala pokles cen akcií a podílů fondů, nárůst diskontů a tím pokles majetku investorů, což opět prohlubovalo nedůvěru ve fondy. Dalším faktorem pro nárůst diskontů byla nízká likvidita podílů. Výše diskontů se v druhé polovině 90. let pohybovala kolem 40 % a v některých případech i přesahovala 50% hranici. Toho využili někteří zahraniční investoři, kteří nakupovali podíly za ceny, které neodpovídali hodnotě majetku, jež představovaly.

Je zřejmé, že došlo k zásadnímu podcenění právní úpravy kapitálového trhu a zejména účinného vynucování pravidel. Tento přístup možná pramenil z důvěry strůjců privatizace a politických vůdců té doby ve všemocnou sílu trhu, která zajistí prospěch všem zúčastněným. Bohužel se ukázalo, že tato důvěra nemá opodstatnění zejména v podmínkách mladé ekonomiky, která prochází složitým transformačním obdobím. Tato krize negativně poznamenala vývoj kolektivního investování na dlouhou dobu.

2.5. Konsolidace odvětví

Na výše popsanou kritickou situaci měla reagovat novela ZISIF v červenci 1996. Ta obsahovala již zmíněnou povinnost vypořádat akcionáře při přeměně investičních fondů. Dále byly upraveny slučování, splynutí a zániknutí subjektů kolektivního investování a zaveden institut nucené správy. Z dalších změn jsou nejdůležitější posílení funkce depozitáře a státního dozoru. Byly zavedeny možné pokuty pro fyzické osoby řídící investiční společnosti a zvýšeny sankce pro investiční společnosti. Zásadním způsobem byla prohloubena informační povinnost investičních společností a investičních fondů.

2.5.1. Vznik Unie investičních společností České republiky

Velmi důležitým krokem ke kultivaci českého investičního odvětví je vznik Unie investičních společností České republiky (UNIS ČR), jako samoregulačního orgánu. U jejího zrodu stála myšlenka, že ani naprosté dodržování zákona nemusí nutně znamenat plně etické chování. Poté, co mnoho fondů opustilo odvětví a další velká část byla vytunelována, bylo nutné přilákat nové „opravdové peněžní investory“. To se mohlo stát jen za předpokladu eliminace podvodů a neetického jednání v celé oblasti kolektivního investování. Bylo nezbytně nutné vybudovat důvěru společnosti v kolektivní investování. Ta byla nezbytnou podmínkou pro jeho úspěšnou nebo alespoň vůbec nějakou budoucnost.⁵⁷

Cílem Unie je rozvoj a růst oblasti kolektivního investování a ochrany investorů.⁵⁸ S tímto cílem se podílí na tvorbě podmínek a pravidel, jež by měly napomoci prosazování principů poctivého obchodního styku, ochrany dobrých mravů a posílení obecné důvěry v kapitálový trh a v členy Unie. V souladu s obecně závaznými právními předpisy, Stanovami Unie a samoregulačními dokumenty usměrňuje, reguluje a kontroluje aktivity svých členů. Unie usiluje o stálé zvyšování věrohodnosti a přehlednosti českého kapitálového trhu.

Základním úkolem bylo lobovat za adekvátní právní regulaci a v případě neúspěchu ji pokud možno nahradit. Zejména v začátcích znamenalo členství v Unii pro investiční společnosti mnohem vyšší náklady. Šlo zejména o výdaje spojené s požadovanými audity a udržením vysokého standardu transparentnosti oproti nečlenským společnostem. Členství v UNIS ČR znamená pro investiční společnosti hlavně dodržování nadstandardních, zákonem nevyžadovaných pravidel. Tato pravidla jsou ustanovena v Závazných pokynech, Etickém kodexu⁵⁹ a Komunikačním kodexu. Dále se členové musí řídit stanovami UNIS ČR a pravidelně o sobě podávat statistické informace.

⁵⁷ Pro hráče jednokolové hry (jejímž dokonalým příkladem byla kuponová privatizace) bylo etické jednání naprosto bezpředmětné. Důvěra veřejnosti byla nezbytná pro hráče s dlouhodobými úmysly, kteří se nechtěli smířit s krachem odvětví.

⁵⁸ Viz Stanovy Unie Investičních společností České republiky str. 3-4, www.uniscr.cz.

⁵⁹ Etický kodex Unie investičních společností je uveden v příloze č.3.

Tyto náklady byly vyváženy nejen postupným zvýšením důvěryhodnosti celého odvětví ale i komparativní výhodou pro členské společnosti, která vychází z jejich příslušnosti k uskupení s vyššími etickými ale i technickými nároky. Jedním z hlavních cílů Unie tak je další zdokonalování dobrovolné seberegulace, nadále doplňovat a vyjasňovat Závazné pokyny a vylepšovat vynucování a aplikaci sankcí v případě jejich porušení.

K založení UNIS ČR došlo 6 června 1996 39 společnostmi a sloučením tří původních asociací, představujících 39 společností a samosprávných investičních fondů, které obhospodařovaly přes 80 % majetku z kupónové privatizace a též nově zakládané korunové fondy. Brzy poté narostl počet členů na 46. UNIS ČR tak představovala jasnou většinu investičních společností, působících na českém trhu. Během další doby došlo k výrazné koncentraci, kdy se počet investičních společností postupně snižoval. Docházelo k tomu jednak proto, že mnoho společností neprošlo úspěšně procesem přelicensování a také protože se společnosti začaly slučovat kvůli vyšší efektivnosti při správě většího objemu majetku. Jiné společnosti nebyly schopné dostát vysokým nárokům, které na ně členství v Unii kladlo.⁶⁰ Tento proces trvá dodnes a v UNIS ČR jsou nadále sdruženy nevýznamnější společnosti v ČR a objem obhospodařovaného majetku členy UNIS ČR představuje naprostou většinu trhu.

UNIS ČR se podílí na přípravách novel zákonů a dalších právních úprav. Ve spolupráci s Ministerstvem financí České republiky, Komisí pro cenné papíry, Burzou cenných papírů Praha a dalšími institucemi se snaží vytvářet stále lepší prostředí pro kolektivní investování. UNIS ČR také spolupracuje s Evropskou federací fondů a asset management společností (EFAMA)⁶¹, jejímž členem se stala ihned po založení jako první z tranzitivních zemí.⁶²

⁶⁰ Není bez zajímavosti, že žádná nečlenská společnost nedokázala dlouhodobě samostatně přežít.

⁶¹ Původně šlo o FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement), která vznikla v roce 1974 a na evropské úrovni zastřešovala v roce 2004 22 národních asociací kolektivního investování. Jejimi cíli bylo zajistit rovné příležitosti pro všechny účastníky investičních trhů, udržovat vysoký standard ochrany investorů, zachovávat celistvost kolektivního investování v Evropě, prosazovat nejvyšší etické standardy ve všech oblastech podnikání fondů, být kompetentním a reprezentativním partnerem pro regulátory, další sdružení, tisk a veřejnost jak v Evropě, tak ve světě, pravidelně poskytovat veřejnosti, regulátorům a celému odvětví všechny klíčové informace, zejména

Dalším úkolem, který si UNIS vytyčila je zlepšování reputace podílových fondů v očích veřejnosti. Hlavně ve spolupráci s KCP dochází i ke vzdělávání a seznamování občanů s podílovými fondy jako vhodnými nástroji k uložení volných finančních prostředků.

Na neuspokojivý stav na poli českého kolektivního investování reagoval i tzv. první balíček vládních opatření v dubnu 1997. Byla zde popsána nutnost standardizace a zprůhlednění finančního a kapitálového trhu. V případě investičních společností bylo požadováno vytvoření „čínských zdí“ a zákaz vlastnit spravované fondy pro samotné investiční společnosti, jejich manažery a spřízněné osoby, stejně jako akcie společností v portfoliích fondů. Dále byla Ministerstvem financí zpracována podrobná analýza kapitálového trhu, vzniká Komise pro cenné papíry a je připravena další novela ZISIF.

2.5.2. Vznik Komise pro cenné papíry

Během let 1996 a 1997 probíhaly diskuze o nutnosti vzniku Komise pro cenné papíry (KCP), na které navázala příprava příslušného zákona. První, avšak nevýznamnou změnou, bylo přejmenování tehdejšího odboru dozoru nad kapitálovým trhem MFČR na Úřad pro cenné papíry, jenž nadále zůstal součástí ministerstva.

V únoru 1998 byl schválen zákon o Komisi pro cenné papíry, která od 1. dubna 1998 nahradila Úřad pro cenné papíry. KCP jako orgán zodpovědný za dozor nad kapitálovým trhem vznikla na kompromisní bázi mezi zastánci nové a silné instituce s velkými pravomocemi a těmi, kteří nesouhlasili s nutností výraznějšího posílení jejích pravomocí. Komise byla tedy nakonec ustanovena jako správní úřad, tedy další ústřední orgán státní správy, organizačně samostatný a financovaný ze státního rozpočtu.

pak statistické údaje o odvětví. V souvislosti s UCITS III Direktivou (a tím umožněním investičním společnostem vykonávat asset management) došlo na začátku roku 2005 ke spojení s EAMA (European Asset Management Association).

⁶² Podmínkou pro přijetí do FEFSI bylo také sloučení jednotlivých asociací v ČR.

Posláním KCP je posilovat důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh. Dílčími cíli jsou zajišťovat ochranu investorů, přispívat k rozvoji a transparentnosti kapitálového trhu, začlenění českého kapitálového trhu do evropských struktur, podporovat osvětu a informovanost investorů a v neposlední řadě zvyšovat ekonomickou vzdělanost a povědomí široké veřejnosti o principech fungování kapitálového trhu.

Základním úkolem Komise pro cenné papíry je tedy výkon státního dozoru nad kapitálovým trhem a subjekty, které na něm působí. Mezi ně patří obchodníci s cennými papíry bankovního a nebankovního typu, makléři, investiční zprostředkovatelé, penzijní fondy (pokud investují do investičních nástrojů) a právě subjekty kolektivního investování a jejich deponitáři. Dále to jsou nucení správci, likvidátoři burzy cenných papírů, mimoburzovní organizátoři regulovaného trhu, osoby vedoucí evidenci investičních nástrojů, provozovatelé a účastníci systému vypořádání obchodů, emitenti cenných papírů (pokud mají informační povinnost), osoby, které hodlají učinit veřejnou nabídku cenných papírů a tiskárny s povolením tisku kótovaných listinných cenných papírů.

Komise dále vykonává dozor nad dodržováním odborné péče při poskytování služeb na kapitálovém trhu, nad plněním povinností spojených se zákazem využívat důvěrné informace při obchodování s investičními nástroji a nad dalšími zákonnými náležitostmi vyplývajícími z působení na kapitálovém trhu.

Dozor Komise je založen na modelu hodnocení rizika (risk-based model). To znamená, že na základě kvalitativních a kvantitativních kritérií je každému regulovanému subjektu přiřazen vnitřní rating Komise, který vyjadřuje rizikovost daného subjektu neboli pravděpodobnost jeho selhání. Čím rizikovější je subjekt, tím častěji se dá očekávat místní kontrola ze strany KCP. Pro tento model je rozhodující dostatek kvalitních a včasných informací, které jsou k dispozici z licenčního procesu, informační povinnosti daného subjektu, monitoringu externích zdrojů a místních kontrol.

Mimo výkonu dozoru nad kapitálovým trhem přibyla s platností nových zákonů týkajících se kapitálového trhu od 1. května 2004 Komisi pro cenné papíry

důležitá regulatorní působnost. Jde o vydávání vyhlášek, které detailně rozpracovávají některá pravidla stanovená zákonnou normou. Dále KCP vede subjektů s příslušnou licenci pro poskytování služeb, vydává Věstník, spolupracuje s jinými státními orgány a nestátními institucemi. Komise také spolupracuje se zahraničními partnery, kteří jsou odpovědní za regulaci a výkon dozoru nad finančními trhy.

Co se týče kolektivního investování, Komise zejména dohlíží nad dodržováním právních předpisů v této oblasti a zajišťuje ochranu podílníků fondů. KCP vydává a odebrává povolení k činnosti investičních společností a investičních fondů a založení podílových fondů. Dále schvaluje statuty fondů a jejich změny, vedoucí osoby investiční společnosti nebo fondu, nabytí podílů na investiční společnosti a povoluje sloučení, rozdělení a splynutí investiční společnosti a fondu. KCP také případně jmenuje likvidátora v případě zrušení investiční společnosti nebo investičního fondu s likvidací. Při porušení povinností ze strany regulovaných subjektů může Komise využít některou ze sankcí. Jde o odejmutí nebo změnu rozsahu licence a uložení peněžité pokuty až do výše 20 milionů Kč. Dále může jmenovat nuceného správce a zavést nucenou správu v případě poškozování investorů. KCP také může nařídit změnu obhospodařující investiční společnosti, depozitáře nebo auditora, nařídit provedení mimořádného auditu, nařídit pozastavení vydávání a odkupování akcií nebo podílových listů fondu, anebo rozhodnout o uložení opatření k nápravě. Komise může také zakázat výkon hlasovacích práv a uplatňovat vliv osobám s kvalifikovanou účastí na investiční společnosti nebo fondu anebo odejmout vedoucím osobám souhlas k výkonu funkce.

V souvislosti se vznikem Komise pro cenné papíry došlo v oblasti finančního trhu k další podstatné změně. KCP mohla do určité doby po svém vzniku přezkoumat všechny licence udělené Ministerstvem financí. V rámci procesu takzvaného přelicencování byla odejmuta licence řadě subjektů, které buď ukončily činnost na základě vlastního rozhodnutí, nebo společností, které poškozovaly svou činností zákazníky a kapitálový trh. Požadavky Komise byly ve srovnání s předchozí praxí MFČR podstatně přísnější. Jedním z důvodů přísnosti tohoto procesu byla snaha

dosáhnout standardů chování poskytovatelů služeb obvyklých v zemích tehdejší Evropské unie.

Přelicensování se výrazně dotklo i subjektů kolektivního investování. Došlo k zásadnímu poklesu počtu investičních společností. Tento proces se nedotknul přímo investičních fondů z důvodu jejich budoucího povinného otevření a podílových fondů, nad nimiž se ale výrazně zpřísnil dohled.

2.5.3. Novela ZISIF z roku 1998 a další změny

Novelizace zákona o investiční společnostech a investičních fondech proběhla v polovině roku 1998 a dá se říci, že pro kolektivní investování v ČR přinesla mnoho důležitých změn. Pro investiční společnosti znamenala zvýšení povinného minimálního základního kapitálu na 20 milionů Kč, povinnost zveřejňovat složení portfolií od 0,5% podílu a akcionáře IS s 10% podílem. Další změny se týkaly limitů pro diverzifikaci a nabývání jednotlivých titulů do portfolia. Fondy se snížením maximální hranice podílu z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem z 20 % na 11 % tak dále posunuly směrem k standardním portfoliovým investorům. Novela umožnila vznik fondů, protože nově povolovala nákup podílů otevřených podílových fondů do portfolia. Nově byly upraveny přeměny, splynutí a sloučení fondů. Byla také úplně zakázána přeměna investiční společnosti a investičního fondu na jiný podnikatelský subjekt.

Jako zásadní se jeví ustanovení povinné přeměny investičních a uzavřených podílových fondů na otevřené podílové fondy, které odstartovalo proces takzvaného „otevírání“ fondů. Byly definovány podmínky ohledně diskontu a likvidity, kdy vzniká povinnost přeměny⁶³. Jako konečné datum, do kterého se všechny uzavřené subjekty vzniklé před účinností této novely musí otevřít, byl stanoven 31. prosinec 2002. Především ze strany obchodníků s cennými papíry, kteří si od otevření slibovali možné zisky, docházelo k lobování o co nejrychlejší průběh otevírání.

⁶³ Fondy se musely otevřít, pokud v prvních 12 měsících od účinnosti novely poklesl průměrný diskont pod 40 %, v dalších 9 měsících pod 30 % a po 21 měsících pokud klesl pod 20 %. Stejně tak se fond musí otevřít, pokud nebude s jeho podíly nebo akciemi obchodováno na veřejném trhu déle než 20 dní.

Kvůli obavám, že někteří investoři využijí proces otevírání jen jako krátkodobou investiční příležitost k inkasování diskontů a tedy rychlému odlivu prostředků po otevření, byla dána fondům možnost uplatňovat srážku při odkupu v maximální výši 20 % v prvním a 10 % ve druhém roce od otevření fondu. Na rozdíl od běžné srážky, která je příjmem investiční společnosti, připadly tyto zvláštní srážky do majetku fondu a zvyšoval se tak podíl investorů, kteří ve fondu zůstali. Skutečně došlo ke zvýšenému zájmu o nákup akcií a podílů fondů, které čekalo otevření a během roku klesly průměrné diskonty z 33,9 % na 14 %. To paradoxně oddálilo otevření některých fondů.

Jako hlavním problémem při otevírání fondů se ukázala otázka přechodu závazků investičních fondů⁶⁴ a jejich akcionářů na jejich právní nástupce. Důvodem mnoha žalob, které se v souvislosti s otevíráním fondů objevily, byly obavy, že případné nevypořádané závazky by mohly být vymáhány na podílnících otevřených fondů. Došlo tak k zablokování přeměn u 13 IF s celkovým majetkem 12 miliard Kč. Po období sporných rozsudků a nejistoty došlo konečně k úpravě ZISIF s účinností k 5. únoru 2004, která byla iniciována zejména Unií investičních společností a Komisí pro cenné papíry. Ta stanovila, že podílníci přeměněných fondů neručí za závazky za závazky IF, které nebyly vypořádány do výmazu IF z obchodního rejstříku. Dále prodloužila nejzazší datum přeměny fondů až na konec roku 2004. Další novela s účinností k 5. březnu 2004 stanovila, že stejný postup bude použit u fondů, kde řízení o výmazu z obchodního rejstříku započala již v minulosti.⁶⁵

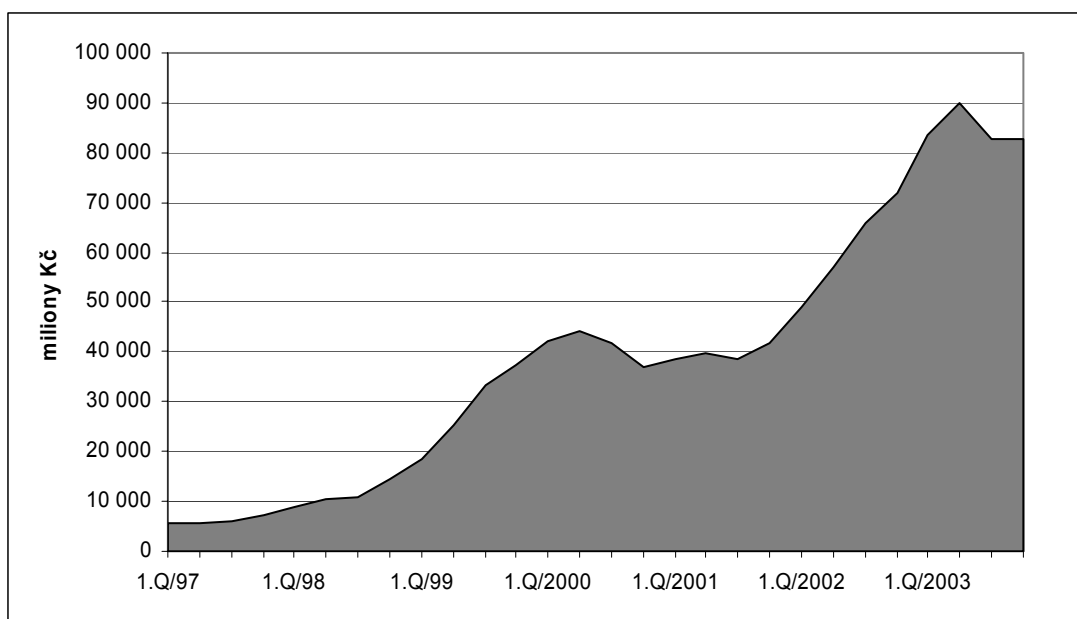
V souvislosti s povinným otevíráním fondů došlo k několika efektům. Možnost vydělat na inkasování diskontů zbrzdila na čas příliv prostředků do korunových otevřených podílových fondů. Tento vývoj ilustruje graf 2-1. Dalším byl nárůst majetku v otevřených podílových fondech, způsobený samotnou přeměnou investičních a uzavřených podílových fondů. Vývoj objemu majetku v kuponových

⁶⁴ Otevírání investičních fondů se díky jejich odlišné struktuře (samostatná právní subjektivita) ukázalo oproti uzavřeným podílovým fondům jako podstatně složitější. Všechny uzavřené podílové fondy stihly otevření v předepsaném termínu a od konce roku 2002 tak již neexistuje žádný český UPF. Více o otevírání fondů v Fajtová (2004).

⁶⁵ Ke konci roku 2004 existovalo v ČR 46 investičních fondů, z toho 44 v likvidaci a nucené správě.

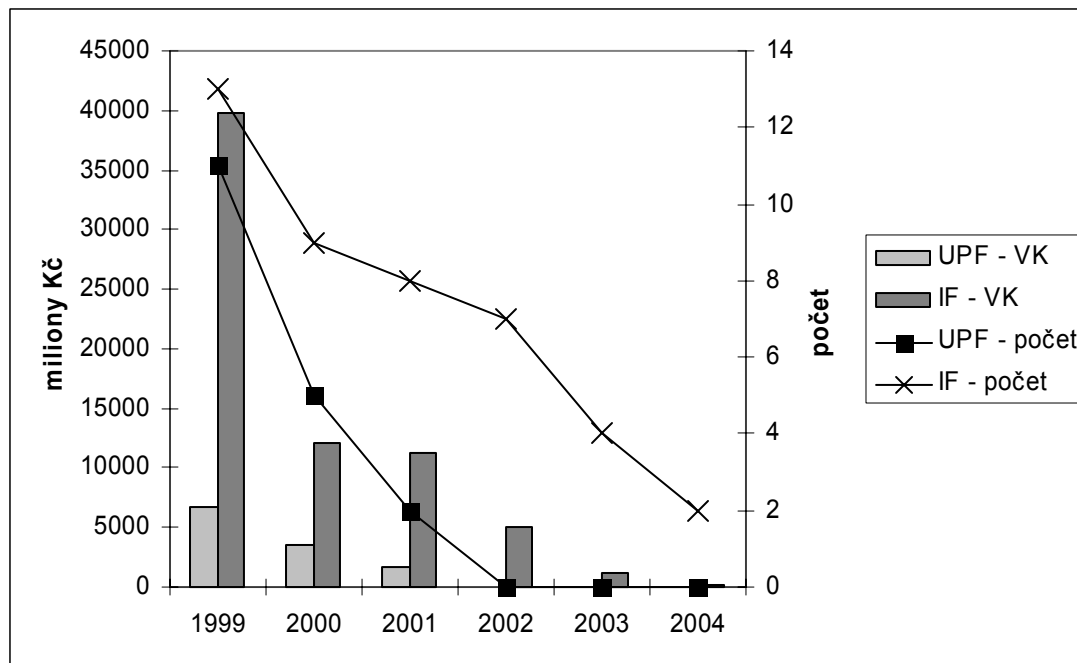
OPF a investičních fondech ilustruje graf 2-2. Po přeměně navíc došlo k odlivu části majetku ze strany jednak investorů, kteří přeměnu využili jako krátkodobou investici, a také těch investorů z kuponové privatizace, kteří čekali na otevření, aby mohli vybrat svoje prostředky.

Graf 2-1: Vývoj objemu majetku korunových fondů členů UNIS ČR v letech 1997-2003



zdroj: UNIS ČR

Graf 2-2: Vývoj objemu majetku v uzavřených podílových fondech a investičních fondech členů UNIS ČR v letech 1999 - 2004 (ke konci roku)



zdroj: UNIS ČR

Z důvodu otevírání fondů, kdy se po jejich přeměně očekával zvýšený zájem podílníků o odkup, a změně zákona ohledně podílu jednoho cenného papíru v portfoliu fondu tedy museli manažeři fondů na konci devadesátých let zlikvidňovat portfolia fondů. Tento proces měl vliv na kapitálový trh, kde v té době docházelo k poklesům cen jednotlivých titulů, což mělo zpětně vliv na nižší výkonnost fondů

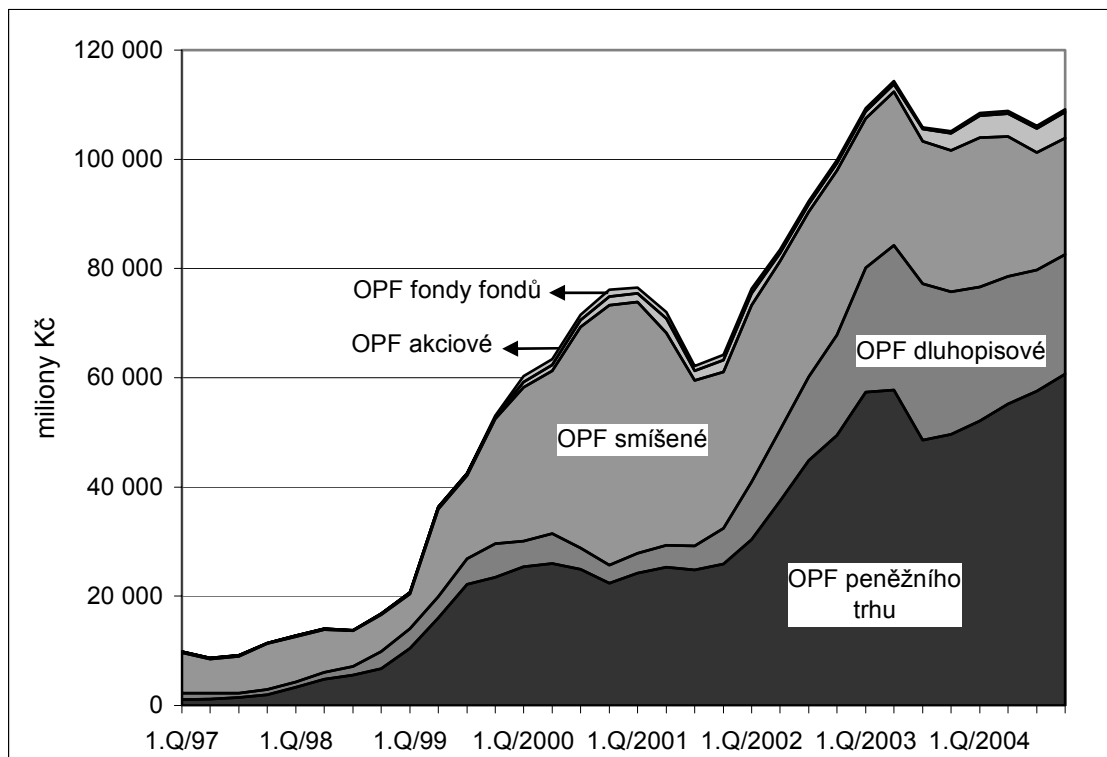
Vznik a působení Unie investičních společností a Komise pro cenné papíry a novela zákona o investičních fondech a investičních společnostech měly zásadní dopad na vývoj odvětví kolektivního investování v České republice. Zejména proces přelicencování zapříčinil snížení počtu investičních společností. Povinné otevírání fondů prakticky vymazalo ze scény investiční a uzavřené podílové fondy, protože nové již po novele ZISIF nevznikly. Vývoj počtu investičních společností a fondů ukazuje následující tabulka.

Tabulka 2-1: Vývoj počtu subjektů kolektivního investování v letech 1994 – 2004 v České republice

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Investiční společnosti	158	159	153	117	99	79 (27)	71 (35)	65 (41)	60 (41)	54 (39)	47 (38)
Investiční fondy	280	258	173	117	84	105 (55)	85 (52)	74 (54)	63 (55)	52 (48)	46 (44)
Podílové fondy	275	272	296	233	184	124	94	92	92	66	62
Uzavřené podílové fondy	n.a.	164	174	92	47	19	7	4	0	0	0
Otevřené podílové fondy	n.a.	108	122	141	139	105	87	88	92	66	62
Pozn.: čísla v závorkách udávají počet subjektů v likvidaci a nucené správě Zdroj: za roky 1994-1998: Bucalossi, E., Novotná, P.: Global Funds Update, Moody's Investors Service, New York, 2001 in Dvořák (2004), (jde zřejmě jen o aktivně působící subjekty), za roky 1999-2004: KCP: Zpráva o činnosti KCP.											

Z tabulky vyplývá, že v České republice aktivně působilo ke konci roku 2004 pouze 9 investičních společností, což je zásadní pokles oproti stavu před 10 lety, kdy jich bylo 158. Českých podílových fondů bylo ke konci roku 62, což je také jen zlomek počtu před několika lety. Přeměny investičních fondů na holdingy a další negativní jevy měly alespoň jeden kladný vliv na další směřování vývoje odvětví v tom, že došlo k vyčištění trhu. K tomu přispěl i vznik Komise pro cenné papíry, zpřísnění právních norem a zejména proces přelicencování. Docházelo také k četnému slučování fondů a akvizic celých investičních společností. Tato vysoká koncentrace jednoznačně přispěla ke zprůhlednění a přehlednosti odvětví. Dá se říci, že po deseti letech bouřlivého a povětšinou méně šťastného vývoje vstoupilo odvětví kolektivního investování v České republice do nového tisíciletí vcelku zdravé a očištěné od problémů pramenících z dob kuponové privatizace.

Graf 2-3: Graf vývoje majetku v otevřených podílových fondech členů UNIS ČR v letech 1997 – 2004 (zdroj: UNIS ČR)

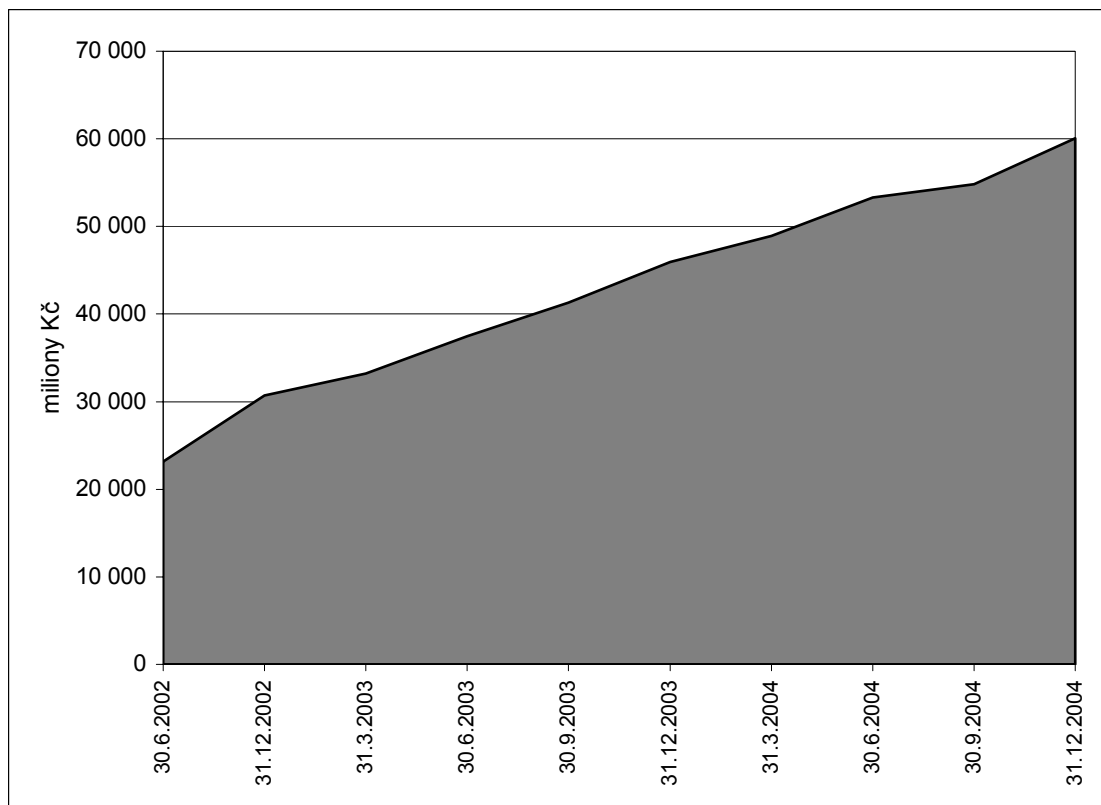


zdroj: UNIS ČR

2.5.4. Zahraniční fondy v České republice

Zejména od roku 1999, od kdy mohou čeští občané nabývat zahraniční cenné papíry bez omezení, dochází k růstu nabídky zahraničních fondů na našem území. Ty představují širokou možnost investičních strategií, neboť v ČR jsou obvykle nabízeny celé rodiny fondů zahraničních společností. Tyto fondy se jednak opírají o silné zázemí svých mateřských společností, ale také představují zajímavou možnost zajištění proti případnému poklesu České koruny. Další z možných výhod, které zahraniční fondy přinášejí, je možný výhodnější daňový režim, kterému tyto fondy podléhají.

Graf 2-4: Vývoj objemu majetku investovaného v zahraničních fondech nabízených na území ČR



zdroj: Asociace pro kapitálový trh, www.akatcr.cz)

2.5.5. Zdanění kolektivního investování

Výše daně z příjmu⁶⁶ také výrazně ovlivňuje konečnou výši výnosu pro podílníka. Pozitivní posun nastal v oblasti zdanění příjmů na úrovni samotných fondů. Původně byly příjmy fondů zatíženy 25% daní. Ta byla v roce 2000 snížena na 15 %. Tento stav byl stále pro fondy s českým domicilem silně diskriminující, protože zahraniční fondy jsou obvykle zatíženy daňovou povinností blízcí se nebo rovné nule. Zejména díky aktivní činnosti Unie investičních společností České republiky se podařilo prosadit zákon⁶⁷, který snížil sazbu daně na 5 %. Tento stav je pro domácí subjekty již výrazně příznivější. Jedním z cílů Unie na další období je

⁶⁶ V České republice se tato daňová pravidla řídí především zákonem č. 586/92 Sb., o daních z příjmů.

⁶⁷ Zákon č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla, se kterým souvisela i novela zákona o daních z příjmů, která snižuje výši daní z příjmů pro domácí fondy z 15% na 5% s účinností od 1.1.2004.

prosazení snížení daňové zátěže českých fondů na úroveň blízkou nule, která by byla srovnatelná se zahraničními podmínkami.

Zdanění na úrovni podílníka se v České republice liší podle toho, zda se jedná o fyzickou nebo právnickou osobu a zda se realizace zisku fondu uskutečňuje jednorázovým způsobem při zpětném prodeji podílových listů nebo jestli jde o pravidelnou výplatu výnosů.

V případě růstových fondů je zisk reinvestován do majetku fondu a podílník jej případně získá až při zpětném odkupu v podobě rozdílu oproti kupní ceně podílových listů (nebo akcií investičních fondů). Základem daně z příjmů je tedy celkový výnos z prodeje podílových listů snížený o náklady na jejich pořízení (včetně ceny pořízení). V případě fyzických osob podléhá tento čistý výnos do 6 měsíců od nákupu podílových listů sazbou daně z příjmů 15 – 32 % v závislosti na celkových ročních zdanitelných příjmech příslušné osoby. V případě delšího než 6 měsíčního časového odstupu od nákupu a prodeje podílových listů⁶⁸ je výnos od daně z příjmů zcela osvobozen. V případě právnických osob je čistý výnos z prodeje PL zahrnován do základu daně vždy a zdaňují ho příslušnou sazbou (v roce 2005 26 %, v roce 2006 zřejmě 24 %).⁶⁹ Města a obce tuto daň z příjmů neodvádějí.

U výnosových podílových fondů podléhá je pravidelně vyplácený výnos předmětem srážkové daně z dividend a výnosů podílových listů. Tato daň je srážena správcem fondu a podílník ji již tedy dále nedaní. Navíc této dani podléhají výnosy, které vznikly na úrovni fondu. Výnosy, které byly fondu vyplaceny a byly již u jejich plátce zdaněny, již předmětem srážkové daně nejsou.⁷⁰

⁶⁸ Pokud nejde o fyzickou osobu – podnikatele a tyto podílové listy nejsou zahrnuty do obchodního majetku. V opačném případě není 6-měsíční časový test aplikován čistý výnos je základem daně.

⁶⁹ V případě ztráty z prodeje PL si ji může odečíst od celkového zisku nejdéle 3 roky od realizace ztráty.

⁷⁰ Některé příjmy (např. úroky z hypotečních zástavních listů, některých státních dluhopisů) jsou od daně osvobozeny.

2.5.6. Další změny před vstupem do Evropské unie

Novelizace zákona o investičních společnostech a investičních fondech na začátku roku 2004⁷¹ přinesla zásadní změnu do oblasti výnosových fondů. Nově smí tyto fondy vyplácet dividendy pouze jednou ročně a to až po schválení účetní závěrky fondu valnou hromadou investiční společnosti.⁷²

Novela Zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb., platného od 1.ledna 2004 znamenala pro fondy řadu změn. Těmi nejzásadnějšími byla změna v ocenění majetku a závazků a kurzové rozdíly, které byly v účetnictví podílových fondů vykazovány v rozvaze, účtují se 1.1.2005 do výkazu zisku a ztráty (na základě novely vyhlášky č. 501/2002 k zákonu o účetnictví měly fondy pro rok 2004 výjimku). Další změnou je zapracování používání Mezinárodních účetních standardů (IAS) do zákona o účetnictví. Přejídné ustanovení odložilo účinnost použití Mezinárodních účetních standardů až v účetním období započatém 1. ledna 2005.

Další změnu znamenala novela zákona o dani z přidané hodnoty. Tato novela měla přímý negativní vliv na investice do cenných papírů u podniků, které jsou plátcí DPH a znamenala odliv finančních prostředků z institucionálních fondů peněžního trhu. Příjmy z prodeje cenných papírů u těchto právnických osob spadají do kategorie "osvobozené od DPH" a ty se nově po této novele zahrnují do koeficientu DPH, který následně snižuje právnickým osobám DPH na vstupu. Tato změna snížila výhodnost investic do podílových fondů pro korporátní investory a majetek v otevřených podílových fondech investičních společností poklesl díky odkupům o více než 10 miliard Kč.⁷³ Z případu novely zákona o dani z příjmů je vidět, jak je dění na poli kolektivního investování citlivé na změny v jiných odvětvích ekonomiky.

⁷¹ Zákon č. 438/2003 z 18. 12. 2003 s účinností od 1. 1. 2004.

⁷² Toto ustanovení je i v současném zákoně o kolektivním investování a má z pohledu MFČR zabránit daňové arbitráži u fondů peněžního trhu.

⁷³ Šlo o fondy ČSOB Institucionální CZK peněžní, ČSOB Institucionální Euro peněžní a IKS Dividendový.

2.6. Změny v oblasti kolektivního investování v souvislosti se vstupem ČR do Evropské unie

Je možné konstatovat, že odvětví kolektivního investování bylo před vstupem České republiky do Evropské unie již v docela dobré kondici. Po dlouhých letech, kdy docházelo k eliminaci negativních jevů pramenících z kuponové privatizace, zůstalo na transparentním a koncentrovaném trhu jen několik aktivních investičních společností, které navíc většinou fungovaly jako dceřiné společnosti velkých bank. Aktivity těchto společností, postupná úprava státní regulace a samoregulace vytvořily podmínky pro hlavní funkci trhu, a to ochranu podílníků, takže již nedocházelo k masovému poškozování a okrádání klientů. Fondy se tak staly standardními nástroji finančního trhu, které poskytují klientům služby srovnatelné s vyspělými zeměmi.

Zásadním nedostatkem byla ale stále nekvalitní právní úprava kolektivního investování. Zákon o investičních fondech a investičních společnostech se ukázal být po mnoha stránkách nevyhovující. Zejména z důvodu, že tento zákon byl původně koncipován pro potřeby kuponové privatizace a byl poté několikrát novelizován, neposkytoval odpovídající možnosti pro růst standardních fondů. Dalším závažným problémem byla právě nekompatibilita s Evropskou úpravou.

2.6.1. Právní úprava kolektivního investování v Evropské unii

Regulace subjektů kolektivního investování na evropské úrovni započala v polovině 80. let minulého století. Směrnice Evropské unie (Evropského hospodářského společenství) č. 85/611/EEC o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (tzv. UCITS Directive)⁷⁴ z 20. 12. 1985 upravuje právě subjekty kolektivního investování⁷⁵, které musejí splňovat určité podmínky a jsou poté klasifikovány jako

⁷⁴ European Community's Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

⁷⁵ V této souvislosti je vhodné poznamenat, že ve věcném záměru zákona o kolektivním investování, který byl vládou ČR schválen 20. září 2000, byla navržena i jiná terminologie, která je více podobná té

UCITS. Vedle UCITS existují na evropském trhu subjekty, které neinvestují pouze do převoditelných cenných papírů nebo nesplňují požadavky kladené na UCITS a nazývají se UCI nebo non-UCITS. Regulace těchto subjektů je ponechána na jednotlivých státech.

Hlavním záměrem této direktivy bylo vybudovat právní úpravy a podmínky v jednotlivých členských státech, které by umožnily standardizovaným subjektům (UCITS) po registraci (získání licence) u regulátora země, ve které je fond založen, možnost působit i v ostatních zemích Evropské unie.⁷⁶ Mělo jít o další zjednodušení volného pohybu služeb a kapitálu mezi jednotlivými zeměmi a prohloubit tak integraci evropských finančních trhů.

Direktiva stanovila jako UCITS ty subjekty, jejichž jedinou činností je kolektivní investování majetku získaného od veřejnosti do převoditelných cenných papírů⁷⁷ na základě principu rozkládání rizika. Jejich podíly musejí být na žádost klienta přímo nebo nepřímo odkoupeny a vyplaceny z aktiv subjektu. Jedná se tedy o fondy otevřeného typu⁷⁸. Direktiva upravuje informační povinnost subjektů, povinnosti depozitáře, limity pro diverzifikaci portfolií⁷⁹.

v Evropské unii. Investiční společnosti měly být nazývány správcovskými společnostmi a investiční fondy investičními společnostmi. Změna terminologie byla nakonec zavržena, protože její zavedení by mohlo být pro české investory matoucí. V textu této práce se pod pojmem investiční společnost rozumí v případě zahraničního subjektu právě správcovská společnost (Management Company).

⁷⁶ Jedná se o zavedení tzv. Evropského pasu. Tento princip je v omezené míře aplikován i na úrovni investičních společností. Systém Evropského pasu je používán i v případě ostatních institucí finančního trhu.

⁷⁷ Převoditelným cenným papírem se rozumí akcie a dluhopisy a cenné papíry jim rovnocenné, smlouvy nebo práva na jejich upsání, koupi nebo prodej, dále smlouvy o termínovaných obchodech, opce, finanční nástroje s pevně stanovenou dobou platnosti a indexové kontrakty, které se vztahují k akciím a dluhopisům nebo cenným papírům jim rovnocenným.

⁷⁸ Platí výjimka pro exchange-traded funds, které mohou být uzavřené, pokud správce intervencemi na trhu udrží odchylku ceny podílu od hodnoty aktiv na podíl do 5 %. Více o tomto druhu fondů v poznámce č. 19.

⁷⁹ Subjekty UCITS směřjí: (i) investovat maximálně 10 % aktiv do nekotovaných cenných papírů, (ii) investovat maximálně 10 % aktiv do CP jednoho emitenta, (iii) investovat maximálně 5 % aktiv do podílových listů otevřených fondů, (iv) investovat až 100 % aktiv do CP vydaných nebo garantovaných členským státem EU, nečlenským státem nebo mezinárodní organizací, jejíž členem je členský stát za předpokladu, že drží CP aspoň 6 různých emitentů a žádný emitent nepředstavuje více než 30 % celkových aktiv portfolia, (v) využívat techniky a nástrojů vztahujících se k převoditelným CP s cílem efektivní správy portfolia v mezích Směrnice, (vi) dočasně si půjčovat, ale ne s investičním

V roce 1991 byly započaty práce na novelizaci Direktivy a v roce 1993 byl dokončen návrh nové Direktivy (tzv. UCITS II). Ta byla ale v roce 1995 Radou Evropské unie zamítnuta z důvodu, že není schopna dojít společného stanoviska k tomuto návrhu. V roce 1998 opět předložila Evropská komise návrh na novelizaci Direktivy, který byl v průběhu let 1999 – 2001 projednáván v Evropském parlamentu a Radou ministrů (ECOFIN). V květnu 1999 byl vyhlášen Financial Services Action Plan⁸⁰, který zařadil novelizaci UCITS Direktivy mezi prioritní úkoly na poli evropského finančního trhu. Rada ministrů 4. 12. 2001 konečně přijala novelizovanou Direktivu a ta byla vyhlášena 13. 2. 2002 v Official Journal L 41. Tato novelizace (tzv. UCITS III Direktiva⁸¹) je technicky rozdělena na Product Directive (č. 2001/108/ES) a Management Directive (č. 2001/107/ES). Členskými státy dávála povinnost implementovat UCITS III do 13. 2. 2004, avšak v některých zemích mohou některé typy fondů i po tomto datu fungovat podle UCITS I.⁸²

Product Directive rozšířila možnosti investičních příležitostí, aby v ní byly zahrnuty zejména nástroje peněžního trhu, na něž se vztahují stejné limity diverzifikace jako na ostatní převoditelné CP. Tím se rozšířil okruh fondů, které vyhovují limitům UCITS Direktivy a mohou tak být přeshraničně nabízeny ve zjednodušené proceduře tzv. Evropského pasu. Dále byly pozměněny limity pro diverzifikaci portfolia⁸³, zvýšil se limit pro umístění aktiv do bankovních vkladů (na

záměrem a nesmějí pořizovat: (i) drahé kovy a certifikáty je reprezentující, (ii) více než 10 % akcií bez hlasovacích práv a dluhopisů jednoho emitenta, (iii) více než 10 % podílů jednoho podílového fondu.

⁸⁰ V únoru 2001 následoval zpráva Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market, která popisuje problémy evropských finančních trhů a možné přínosy v jeho sjednocení. V tomto smyslu také navrhuje vícestupňový přístup k regulaci kapitálových trhů. Tato tzv. Lamfalussy procedura umožňuje dlouhodobě udržitelný a současně rychle aktualizovatelný systém regulatorního rámce. UCITS III Direktiva ale ještě není v souladu navrženou procedurou, protože ryze technické záležitosti jsou upraveny primární a nikoliv až sekundární legislativou. Hlavně z tohoto důvodu se v současné době uvažuje o další změně UCITS Direktivy. Více ve zmíněné zprávě: Lamfalussy, A. et al. (2001).

⁸¹ Pro detailnější informace o změnách, které UCITS III Direktiva přináší viz FEFSI (2002).

⁸² Po 13. 2. 2004 už by neměly vznikat subjekty podle UCITS I, ale ve Velké Británii, Lucembursku a Irsku mohou tzv. umbrella funds vytvářet podfondy podle UCITS I. Konečným datem, kdy budou muset všechny subjekty splňovat UCITS III Direktivu je 13. 2. 2007.

⁸³ Celkové investice do CP jednoho emitenta nesmí překročit 20 % hodnoty portfolia. Hranice pro CP vydané jedním státem stoupla na 35 % a u zajištěných dluhopisů emitovaných úvěrovými institucemi je to 25 %, přičemž součet dluhopisů, které takto překračují 5% podíl nesmí překračovat 80 % celkových aktiv fondu.

20 % hodnoty portfolia u jedné instituce) a zásadně se změnil přístup k nakupování podílů jiných fondů do portfolia⁸⁴. Dále bylo umožněno využití derivátů s podmínkou, že celkové riziko spojené s jejich používáním nesmí překročit čisto hodnotu aktiv subjektu⁸⁵. Nově také vznikla možnost zakládání indexových fondů.⁸⁶ Product Directive také zmiňuje možnost založení dceřiné společnosti v určité zemi za účelem managementu, poradenství anebo marketingu s ohledem na zpětný odkup podílů v dané zemi.

Management Directive ukončila omezení investičních společností v oblasti jejich podnikání. Dříve směly pouze spravovat fondy a vykonávat činnosti s tím spojené. Management Directive nově umožňuje investičním společnostem spravovat i jiné fondy než UCITS a vykonávat správu individuálních portfolií (asset management) pro retailové i institucionální klienty (včetně penzijních fondů). Dále se zjednodušil přeshraniční prodej fondů. Direktiva zavedla koncept poskytnutí Evropského pasu investičním společnostem, který jim umožňuje provozovat služby v ostatních členských státech na základě získání licence v domovském státě. Investiční společnosti tak nyní mohou poskytovat své služby přes svoji pobočku nebo na základě principu volného pohybu služeb. Direktiva umožňuje investičním společnostem delegování některých činností na jiné subjekty. Přitom konečná zodpovědnost zůstává na nich samotných a mají za povinnost zajistit stejnou míru ochrany investorů a nesmí oslabit možnost regulátora v efektivním dohledu. Zvýšeny byly nároky na kapitálovou vybavenost investičních společností a fondů se samostatnou právní subjektivitou⁸⁷. Pro klienty je zřejmě nejpodstatnější zavedení

⁸⁴ Fond může investovat do jiného fondu maximálně 20 % portfolia a přitom nesmí získat na fondu větší než 25% podíl. UCITS subjekty mohou nakupovat i podíly non-UCITS, které diverzifikují riziko a podléhají podobným omezením jako UCITS a jejich podíl nesmí překročit 30 % hodnoty portfolia. Tím byl umožněn vznik fondů fondů.

⁸⁵ Navíc subjekt musí provádět zvláštní informační povinnost ve vztahu k využívání těchto nástrojů a musí prokázat, že aplikuje odpovídající risk management.

⁸⁶ Ve zvláštních případech může být u těchto fondů rozšířen limit pro nákup CP pro jednoho emitenta rozšířen až na 35 %. Index musí být navíc dostatečně diverzifikován a musí být publikován adekvátní benchmark.

⁸⁷ Pro investiční společnost je vlastní kapitál stanoven v minimální výši 125 000 EUR. V případě, že investiční společnost spravuje majetek vyšší než 250 milionů EUR musí navýšit vlastní kapitál minimálně na 0,02 % z této částky až do hodnoty vlastního kapitálu ve výši 10 milionů EUR. Pro fondy se samostatnou právní subjektivitou je minimální kapitál 300 00 EUR.

takzvaného zjednodušeného statutu⁸⁸, který by jim měl umožnit snazší orientaci mezi jednotlivými fondy. Ten nemá nahrazovat úplný statut, ale být jeho doplňkem a obsahovat informaci o možnosti získat zdarma úplný prospekt, který obsahuje detailnější informace o fondu.

2.6.2. Zákon o kolektivním investování

Na zcela novém zákonu regulující kolektivní investování se začalo pracovat již od roku 2000 a počítalo se s jeho účinností od 1. 1. 2003. Na přípravě zákona o kolektivním investování (ZKI) spolupracovalo Ministerstvo financí, Komise pro cenné papíry a Unie investičních společností ČR a jeho návrh byl dokončen na konci roku 2002. Vláda se jím začala zabývat ale až o rok později a další zdržení přineslo společné projednávání s ostatními zákony z oblasti kapitálových trhů⁸⁹. Ve spěchu byly nakonec všechny zákony projednány v Parlamentu, podepsány prezidentem a nabyly účinnosti se vstupem ČR do Evropské unie 1. května 2004.

V současné době tak je české kolektivní investování⁹⁰ regulováno normou, která je kompatibilní s požadavky Evropské unie (UCITS III Direktiva). Ustanovení zákona o kolektivním investování jsou totožná s touto Direktivou a pro české UCITS fondy tak platí podmínky, které jsou popsány výše. Subjekty se nové legislativě musí přizpůsobit do 30. 6. 2005, pro úpravu statutů dle nových podmínek platí datum 30. 4.

⁸⁸ Ten musí v případě českých fondů kolektivního investování obsahovat základní údaje o subjektu (identifikace investiční společnosti, auditora, depozitáře, domicil), informace o investiční strategii a politice, varování před riziky, profil typického investora, daňový režim, informace o nákladech a poplatcích, detaily o nákupu a odkupu podílových listů, přechodu mezi fondy, způsobech distribuce a informační dostupnosti, identifikaci regulátora a informace o možnostech získání úplného statutu a výročních zpráv. Dále musí fondy uvádět poměr celkových nákladů (Total Expense Ratio, TER), turnover ratio (rychlost obměny portfolia), benchmark fondu a grafy zobrazující dosažené výkonnosti za minulé roky.

⁸⁹ Jednalo se o zákon o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT), zákon o dluhopisech (ZoD) a zákon, kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím ZPKT, ZKI a ZoD.

⁹⁰ Samo kolektivní investování je v ZKI nově definováno. ZKI § 2 odst. 1 písm. a): „podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti upisováním akcií investičního fondu nebo podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku“. Právě zde se může objevovat první problém. Je stanoveno, že jde o shromažďování prostředků od veřejnosti, ale v praxi by mohla nastat situace, kdy investiční společnosti budou chtít okruh investorů nějakým způsobem omezit nebo založit fond pro jediného investora. Otázkou zůstává, zda celý sektor pojímat jako kolektivní investování nebo jestli by nebylo vhodnější používat zcela jinou definici.

2005. V souvislosti s přijetím nového zákona zůstávají v platnosti některá ustanovení ZISIF ohledně otevírání investičních fondů.⁹¹

Na úrovni investičních společností došlo ke změně v rozsahu činností, které smějí investiční společnosti vykonávat. Přibyla možnost obhospodařování majetku individuálním klientům (asset management). To je pozitivní posun, po kterém volaly zejména bankovní skupiny, kterým tato změna může pomoci snížit určité náklady.

Další novinkou je požadavek, aby vlastní kapitál fondu kolektivního investování byl jeden rok po udělení k činnosti fondu v minimální výši 50 milionů Kč a navíc KCP může odejmout povolení k činnosti fondu, pokud jeho průměrná výše za posledních 6 měsíců byla nižší než tato hodnota.⁹² Z dalších změn je pro investora zásadní povinnost vydávat zjednodušený statut, která platí pro všechny české fondy od 1. 5. 2005.

Tématem hodným pozornosti je nová klasifikace českých fondů. Fondy obecně (IF, UPF i OPF) se nazývají souhrnně fondy kolektivního investování, ale nadále zůstává rozdělení na investiční fondy⁹³ a podílové fondy⁹⁴. Ty podílové fondy, jež splňují požadavky Direktivy, se nazývají standardní fondy a ostatní pak speciální fondy. Všechny české fondy se s účinností ZKI staly speciálními fondy cenných papírů. Otevřené podílové fondy se v souvislosti se změnou statutu do 30. 4. 2005 stanou buď standardními fondy nebo zůstanou speciálními fondy CP⁹⁵. Investiční fondy zůstanou speciálními investičními fondy cenných papírů.

Standardním fondem (UCITS) může být pouze otevřený podílový fond, což je fond bez právní subjektivity⁹⁶. Oproti původní regulaci budou mít české standardní

⁹¹ Jedná se o řešení problému ohledně výmazu investičního fondu z obchodního rejstříku a přechodu jeho závazků. Tato ustanovení byla přesunuta do zákona o kolektivním investování.

⁹² Ke konci dubna 2005 měly 3 otevřené podílové fondy členů UNIS ČR vlastním kapitálem nižším než 50 milionů Kč.

⁹³ Je samostatnou právnickou osobou založenou na dobu určitou a má pouze uzavřenou formu.

⁹⁴ Není právnickou osobou, jeho majetek spravuje investiční společnost, která do podílového fondu shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti vydáváním podílových listů.

⁹⁵ Zákon zakazuje přeměnu standardního fondu na speciální fond, opačný postup je možný.

⁹⁶ Direktiva neomezuje u UCITS jejich formu.

fondy širší možnosti ve výběru aktiv ale naopak se dále snižuje limit maximálního nabývání akcií jednoho emitenta.⁹⁷

Pro speciální fondy⁹⁸ obecně platí některá jiná pravidla než pro standardní fondy z nichž pramení nekompatibilita s UCITS Direktivou a tudíž nemožnost využívat zjednodušené nabízení svých podílů v ostatních zemích v podobě takzvaného Evropského pasu. Pro speciální fondy je zásadně rozšířen okruh aktiv, do kterých mohou tyto fondy vkládat prostředky. Zákon je rozlišuje právě podle druhu investic na speciální fondy cenných papírů, rizikového kapitálu, nemovitostí, derivátů, fondů, zvláštního majetku a smíšené. Obecně pro ně platí méně přísná pravidla pro diverzifikaci portfolia ale naopak musí investory varovat ohledně možných rizik spojených s investicí do speciálního fondu. Speciální otevřené podílové fondy mohou navíc ve statutu definovat zvláštní podmínky pro prodej a odkup podílových listů ve svém statutu.⁹⁹ Pro některé druhy speciálních fondů byly zavedeny minimální limity pro vstupní investice.

Speciální fondy cenných papírů se od standardních liší ve volnějším limitech pro diverzifikaci¹⁰⁰ a výběr aktiv do portfolia¹⁰¹. U těchto fondů nejsou stanoveny minimální objemy investovaných částek. Do této klasifikace tak spadají všechny fondy podle původní úpravy v ZISIF.

Speciální fond rizikového kapitálu umožňuje investovat do cenných papírů a nástrojů peněžního trhu, které nebyly přijaty k obchodování na veřejném trhu. Pro fondy tohoto druhu platí omezení pouze v tom, že do nástrojů jednoho emitenta mohou vložit maximálně 20 % portfolia fondu. Tím se otevírá možnost pro strategické investice ze strany fondů a je tak poprvé v České republice regulována

⁹⁷ Pro české UCITS platí 5% limit (snížení z 11 %).

⁹⁸ Mohou mít formu otevřeného, uzavřeného podílového fondu anebo investičního fondu.

⁹⁹ Může tedy docházet k částečnému „uzavření“ těchto fondů.

¹⁰⁰ Cenné papíry vydané jedním emitentem mohou tvořit maximálně 20 % portfolia fondu (navíc tento objem může představovat maximálně 10 % celkové hodnoty cenných papírů vydaných tímto emitentem). Pro státní nebo státem zajištěné CP platí limit 35 % a celkově 100 % pro 6 různých CP z nichž každý tvoří maximálně 30 %.

¹⁰¹ Oproti standardním fondům se jedná o zásadní rozdíl. Například speciální fond smíšený může nakupovat prakticky jakákoli aktiva.

forma venture kapitálu. Vzhledem k velkému riziku, které mohou představovat investice do těchto fondů, je povinností uvádět ve statutu fondu a propagačních materiálech příslušné upozornění a vstupní investice tvoří minimálně 2 miliony Kč.

V případě speciálních fondů nemovitostí jde o investice do koupě pozemků a budov, jejich výstavby a nabývání účasti v developerských společnostech, přičemž účast v jedné nemovitosti nebo společnosti nesmí tvořit více než 20 % hodnoty portfolia. U nemovitostních fondů vyplývá riziko z přímé participace na výstavbě nemovitosti, z omezené likvidity majetku fondu, z případných zástavních práv anebo nesprávného ocenění majetku. Dále může nastat riziko omezené možnosti deponitáře v případě zápisů vkladů do katastru nemovitostí. Varování investorům a vstupní investice jsou podobné jako u fondů rizikového kapitálu.

Speciální fondy derivátů se soustředí na opční smlouvy, futures a další derivátové nástroje. Maximální hranice jednoho druhu derivátu jednoho podkladového aktiva je 5 %, jednoho druhu derivátu 20 % a všech derivátů 70 %. Pro futures platí omezení ve výši 20 % na jednu komoditu. Nadprůměrné riziko, na které musí být investor upozorněn, vyplývá z vysoké rizikovosti derivátů navíc zvýšené možným pákovým efektem. Minimální vstupní investice je ještě vyšší a to 10 milionů Kč.

Speciální fondy se od standardního fondu liší možností investovat více do non-UCITS fondů anebo volnějšímími limity pro diverzifikaci¹⁰². Tyto fondy mohou investovat do speciálních fondů nemovitostí, rizikového kapitálu nebo derivátů a proto může být investice do nich také vysoce riziková. V jejich případě nejsou stanoveny žádné limity pro výši investic jednoho klienta.

Speciální fondy zvláštního majetku mohou investovat do věcí, majetkových práv a jiných druhů majetkových hodnot. U těchto fondů vyplývá riziko z participace na investicích do zákonem předem nedefinovaných druhů majetku (zde se může jednat o starožitnosti, umělecká díla, pohledávky po lhůtě splatnosti nebo smlouvy o

¹⁰² Fond smí umístit maximálně 20 % portfolia do podílových listů nebo akcií jiného fondu. V případě jednoho fondu, který však bude výslovně uveden ve statutu, může být tato hranice až 35 %.

tichém společenství nebo různé další druhy majetku). Existuje také riziko likvidity majetku fondu nebo riziko vyplývající z nesprávného ocenění majetkových hodnot, pro něž neexistuje adekvátní likvidní trh, který by určoval jejich cenu. Zde je limit pro minimální vstupní investici 2 miliony Kč.

Konečně speciální fondy smíšené mohou představovat různá aktiva všech ostatních speciálních fondů. V jejich statutu musí být uvedeny maximální limity pro jednotlivé druhy aktiv a musí provádět takovou jejich diverzifikaci, která je požadována u odpovídajících druhů ostatních speciálních fondů. Výše minimální investice je rovná té nejvyšší u speciálních fondů, jejichž aktiva smíšený fond reprezentuje.

2.6.3. Nedostatky zákona o kolektivním investování

Přes veškerou snahu zúčastněných stran současná podoba zákona není pro další rozvoj českého kolektivního investování úplně vyhovující. V případě některých speciálních fondů jsou minimální investiční limity v takové výši, že znemožňují participaci běžných investorů. V případě nemovitostních fondů je požadováno ocenění nemovitostí v majetku fondu odhadcem na konci každého účetního období. Efektivní fungování hedge fondů je znemožněno požadavky na činnost deponitáře. V neposlední řadě v českém zákoně chybí úprava fondů SICAV¹⁰³, které jsou běžnou formou UCITS fondů s vlastní právní subjektivitou.

2.6.4. Novela zákona o kolektivním investování

Prakticky ihned po přijetí zákona o kolektivním investování začala další spolupráce MFČR, KCP a UNIS ČR na přípravě novely tohoto zákona. V současnosti je tento návrh v konečné fázi příprav a s jeho předložením vládě se počítá průběhu května 2005.

¹⁰³ Société d'Investissement á Capital Variable.

Návrh novely v současné podobě přináší zásadní změnu. Ruší většinu speciálních fondů a nahrazuje je jediným fondem kvalifikovaných investorů¹⁰⁴. Ten je určen omezenému okruhu investorů do 100 osob, nemá investiční omezení, prakticky všechny parametry (výpočet vlastního kapitálu, jeho frekvenci, způsob prodeje a odkupu PL atd.) lze stanovit ve statutu fondu a tím poskytuje velkou flexibilitu pro využití těchto fondů v praxi. Pro veřejnost zůstává speciální fond cenných papírů, nemovitostní a fond fondů. Tím je jsou jasně odděleny fondy pro veřejnost a pro omezený okruh investorů.

Zákon v navrhované podobě může dát odvětví kolektivního investování poprvé v jeho historii odpovídající právní úpravu, která poskytuje běžným investorům dostatečnou ochranu a na druhé straně dává volnost těm velkým. Je otázkou, jaká bude definitivní verze zákona a jestli se jej podaří prosadit bez zásahů, které by znemožnily další slibný růst tohoto odvětví.

2.6.5. Role Komise pro cenné papíry

Zákon o kolektivním investování zásadně posílil možnosti Komise pro cenné papíry v regulaci oblasti kolektivního investování. Mimo pravomocí zmíněných v kapitole 2.5.2 přibyla tvorba prováděcích předpisů. Takto vznikla možnost pružně a rychle reagovat na aktuální potřeby. V zákoně jsou definovány oblasti, které bude KCP dále ošetřovat vyhláškami. Tento princip se ale může ukázat jako nevhodný, protože by bylo zřejmě účinnější vybavit KCP takovou pravomocí, aby mohla vyhláškami regulovat jakoukoli oblast kolektivního investování.¹⁰⁵

V budoucnosti se dají očekávat některé změny technického charakteru v dozoru kolektivního investování (případně fungování samotné KCP) ne však jeho principu. V současnosti probíhá v České republice proces integrace dozoru nad kapitálovým trhem. V květnu 2004 bylo vládou České republiky přijato usnesení o koncepci integrovaného státního dozoru nad finančním trhem. Tím byla schválena

¹⁰⁴ Termín kvalifikovaný investor bude muset být zřejmě pozměněn, protože je použit v novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu (v souladu s Evropskou směrnicí o prospektu, 2003/71/ES).

¹⁰⁵ Viz The World Bank (2004) str. 13, 25 -26.

integraci ve dvou etapách: do poloviny roku 2005 se sloučí dohled nad bankami s dohledem nad družstevními záložnami v České národní bance a k 1. lednu 2006 převezme Komise pro cenné papíry dohled nad penzijními fondy a pojišťovnami. Ve druhé etapě zhruba v období přijetí Eura bude dozor integrován v jediné instituci.¹⁰⁶

¹⁰⁶ Pro podrobnou studii integrace dozoru nad kapitálovým trhem viz Česká národní banka (2005) a KCP (2004a) str. 108 - 125.

3. Budoucí možnosti kolektivního investování v ČR

V této kapitole budou zmíněny některé oblasti, které by mohly přinést oživení do odvětví kolektivního investování v České republice. V souvislosti se změnami, které přinesl zákon o kolektivním investování v oblasti speciálních fondů, se v této oblasti otevírají možnosti zejména v oblasti nemovitostních fondů anebo takzvaných hedgeových fondů. Na celosvětové ale i domácí úrovni se také dále rozvíjí scoring a rating fondů.

3.1.1. Nemovitostní fondy

Vzhledem k celosvětovému rozvoji nemovitostních fondů se dá očekávat zájem českých investorů o tento druh fondů. Na českém trhu jsou již delší dobu nabízeny tzv. fondy nemovitostních akcií, které se specializují na akcie společností, které podnikají v oblasti nemovitostí. V případě těchto akcií ale platí pozitivní korelace s ostatními akciemi.¹⁰⁷

Jako zajímavější se tak jeví možnost investic přímo do nemovitostí, které představují zcela jinou třídu aktiv¹⁰⁸. Ve tomto případě ale vznikají problémy s likviditou majetku anebo jeho oceňováním. Dále pak vznikají zcela nové požadavky na aktivní řízení a správu tohoto majetku na straně investičních společností. Na vyspělých trzích¹⁰⁹ ale tyto problémy daří překonávat a tyto fondy zaznamenávají značný rozvoj a obvykle nadprůměrné výnosy. V této souvislosti se v českém zákoně objevila slibná možnost zakládání takových fondů.

¹⁰⁷ Viz Urbánek (2004).

¹⁰⁸ Nemovitostní fondy se tím podílejí na procesu tzv. sekuritizace na finančních trzích. Jde o trend, při kterém se stále větší část majetku obchoduje v podobě cenných papírů a tím se dochází růstu objemu majetku alokovaného prostřednictvím finančních trhů.

¹⁰⁹ Ve Spojených státech jde zejména o Real Estate Investment Trusts (REITs), uzavřené fondy obchodované na burze, jejichž náplní je kupování a správa kancelářských budov, obchodních středisek, hotelů, skladových center atd. Jejich příjem je osvobozen od daně, pokud ho min. 95 % rozdělí mezi akcionáře, kterých musí být minimálně 100. Dále minimálně 75 % jejich majetku a příjmů musí být pocházet z nemovitostí nebo hypoték. Další zajímavé omezení zabraňuje spekulaci s nemovitostmi ustanovením, že max. 30 % jejich příjmu může pocházet z prodeje majetku drženího méně než 4 roky. V Japonsku pak fungují obdobné J-REITs. V Německu se prosadila otevřená forma tzv. Offene Immobilienfond.

Pro české nemovitostní fondy platí stejné podmínky jako pro ostatní speciální fondy. To znamená, že může mít formu investičního fondu, uzavřeného nebo otevřeného podílového fondu s vlastním kapitálem jeden rok od založení v minimální výši 50 milionů Kč. Nemovitostní fond investuje převážně do nemovitostí, čímž se rozumí: koupě pozemku, výstavba budovy za účelem její správy, koupě budovy za účelem rekonstrukce nebo správy anebo nabytí účasti na právnické osobě (nemovitostní společnosti), jejímž předmětem podnikání je výstavba budovy za účelem její správy. Tato ustanovení při striktním výkladu zákona ale znemožňují výstavbu nebo koupi budovy za účelem jejího prodeje. Další překážka v požadavku na oceňování majetku fondu je zmiňována výše.

Další problém vznikl z návrhu rozpočtového výboru Poslanecké sněmovny, který zvýšil prahy pro investice do nemovitostních fondů. Zatímco původní návrh zákona stanovoval minimální hodnotu akcie nebo podílového listu v době vydání ve výši 100 000 Kč, s přijetím návrhu je tato hodnota 1 000 000 Kč a minimální investice jednoho klienta musí být minimálně 2 000 000 Kč. Tím dochází k silnému omezení okruhu potenciálních investorů.

Největší překážku ale zřejmě působí požadavek na svěřením majetku fondu depozitáři kvalifikovaným způsobem.¹¹⁰ Toto ustanovení ve spojitosti s vyhláškou č. 265/2004 znemožňuje nabývat české nemovitosti a případně nemovitosti v těch zemích, kde nelze zajistit úplnou kontrolu depozitáře nad nemovitostmi. Podobný problém vzniká u nabývání účastí na nemovitostních společnostech. Ze stejného důvodu může jít pouze o akciové společnosti, protože účasti ne jiných obchodních společnostech není možné svěřit do úschovy depozitáře.

¹¹⁰ Podle § 22 odst. 1 písm. e) zákona o kolektivním investování musí být pozemky a budovy speciálního fondu nemovitostí svěřeny do úschovy nebo jiného opatrování depozitáře. Dále podle vyhlášky č. 265/2004 je taková úschova v případě jiného majetku než zaknihovaných cenných papírů zajištěna jeho:

- a) fyzickým předáním přímo depozitáři,
- b) úschovou u třetí osoby,
- c) vedením v přípustné evidenci práv k danému druhu majetku tak, aby žádnou změnu práv k danému druhu majetku nebylo možné provést bez souhlasu depozitáře.

Pro nemovitosti má smysl jen třetí podmínka, ale ta v souvislosti se současným vymezením forem zápisu do katastru nemovitostí, je zřejmě taktéž nepoužitelná.

V připravované novele se počítá se zařazením nemovitostních fondů mezi ty speciální fondy, které budou určeny veřejnosti a měly by navíc vznikat pouze jako otevřené podílové fondy.¹¹¹ Mělo by být jasně stanoveno, do kterých druhů nemovitostí a nemovitostních společností může fond investovat. Dále by měl být upraven způsob oceňování majetku fondu, princip svěřování majetku do opatrování depozitáři anebo požadavky na likvidní podíl portfolia. Tím by měla být zajištěna ochrana investora a mohly by tak zmizet limity na minimální vstupní investice.

V případě přijetí novely v příznivé podobě se dá očekávat zájem investorů o vznik nemovitostních fondů v ČR. Pokud bude nová podoba zákona pro české fondy nemovitostí nadále prohibitivní, bude následovat zřejmě odpověď na zájem investorů v podobě nabídky zahraničních fondů. Na tomto příkladě je možno vyzorovat další důkaz neschopnosti státních orgánů v přípravě odpovídajících legislativních podmínek k efektivnímu podnikání.

3.1.2. Hedge fondy

První hedge fondy se objevily ve Spojených státech v polovině minulého století. Na významu ale získaly až v 80. a zejména 90. letech a pozornost přitahovaly zejména neobvyklou investiční strategií, mnoha neobyčejnými úspěchy a také mnoha obrovskými pády.

Původní hedge fondy nakupovali akcie a dluhopisy na amerických trzích a proti nim se zajišťovaly krátkými pozicemi. Tato strategie měla za cíl vydělávat bez ohledu na směr trhu a v mnoha případech byla opravdu úspěšná. S dalším vývojem se investiční strategie hedge fondů posunula směrem k širšímu a více agresivnímu přístupu. Ačkoli využívání krátkých pozic patří i dnes mezi základní techniky, které

¹¹¹ Je otázkou, zda je pro tento druh majetku vhodný otevřený typ fondů. Podíly na nemovitostních společnostech sice mohou vykazovat vysokou likviditu, ale u nemovitostí tomu tak být nemusí. Tento problém se v plné míře projevil na konci 80. let v USA při poklesu cen nemovitostí, kde otevřené typy tzv. Commingled Real Estate Funds (CRFs) nebyly schopny vyplácet své klienty. V průběhu doby převážily jejich uzavřené typy. Oproti tomu v případě otevřené formy je počet investorů neomezen, investor realizuje zpětné odkupy bez diskontu a cena cenného papíru zřejmě bude zřejmě vykazovat nižší volatilitu.

tyto fondy používají, nelze je obecně vnímat jako zajištěné (hedged).¹¹² Pojem hedge fondy tedy dnes zahrnuje široké spektrum fondů, které využívají mnoho různých strategií a přístupů ke tvorbě portfolia, jejichž použití není běžným fondům umožněno.¹¹³ Celosvětově se ke konci roku 2004 odhaduje počet hedge fondů na více než 8 000 (v roce 1990 asi 1 000) a majetek v jejich správě kolem 1 000 miliard amerických dolarů (v roce 1990 asi 25 miliard USD).¹¹⁴

Hedge fondy byly dlouhou dobu uzavřené jen pro velmi úzký okruh investorů zejména proto, že minimální investice se pohybovaly v řádech milionů amerických dolarů. Dalším znakem je značná informační uzavřenost zejména co se týče složení portfolia z důvodu vysoké citlivosti těchto informací. Hedge fondy také obvykle zásadně omezují možnosti nákupu a odprodeje cenných podílů.¹¹⁵ Kvůli těmto a mnoha dalším vlastnostem nevyhovovaly regulaci vyspělých států. Z tohoto důvodu a také daňové výhodnosti byly v minulosti hedge fondy koncentrovány v tzv. off-shore centrech¹¹⁶.

V průběhu vývoje se některé vyspělé státy snažily přitáhnout hedge fondy na svoje území uvolněním regulace a některé fondy toho skutečně využily, aby se dostaly blíže ke svým zákazníkům. Ve Spojených státech působí hedge fondy přes „skuliny“ v zákonech¹¹⁷ a jejich majetek se odhaduje na 700 miliard USD. Oproti tomu například v Singapuru nebo Hong-Kongu došlo v posledních letech

¹¹² Mnoho manažerů těchto fondů ale uvádí, že se nesoustředí na relativní výkon ale absolutní (tedy nezávisle na směru trhu).

¹¹³ Pro podrobný popis investičních strategií používaných hedge fondy viz Lacey (2003) str. 13 – 17. Mezi základní patří prodeje nakrátko (short selling), využívání pákového efektu (leverage) anebo různých derivátů.

¹¹⁴ International Financial Services London report, www.hedgefundsworld.com. Data z oblasti hedge fondů jsou pouze odhadována jednak kvůli informační uzavřenosti (a obvyklému zákazu reklamy) a kvůli složitějšímu výpočtu hodnoty jejich portfolií.

¹¹⁵ Zejména kvůli vysoké nákladovosti oceňování někdy velmi složitých pozic, které tyto fondy zaujímají. Dále při vysokém zaúvěrování fondu by možnost rychlých odprodejí znamenala vyšší náklady financování dluhu. V některých případech kvůli investicím hedge fondů do nelikvidních aktiv.

¹¹⁶ Např. evropskými investory využívaný Isle of Man, dále Bahamy, Bermudy nebo Kajmanské ostrovy.

¹¹⁷ Například vyhnutí se registraci podle The Securities Act vyžaduje omezení okruhu podílníků na tzv. accredited investors (definováni zejména výší příjmu a bohatstvím), limitování jejich počtu a zdržení se veřejné propagace. Od února 2006 vstupují ale v platnost přísnější pravidla pro registraci. Pro výjimku z The Investment Company Act je nutný počet investorů nižší než 100 (případně omezení jejich okruhu na tzv. qualified clients, purchasers) a neuskutečňování veřejných nabídek.

k výraznému posunu regulace a hedge fondy se otevřely i retailovým klientům.¹¹⁸ Asijské hedge fondy zaujímají jen asi 5 % celosvětového objemu majetku (50 mld. USD, nejvíce Japonsko), ale v poslední době zaznamenávají rychlý nárůst.¹¹⁹

Podobný vývoj se odehrál i v zemích Evropské unie. Jednak UCITS III Direktiva zavedla liberálnější podmínky ve využívání technik a nástrojů a umožnila použití derivátů za účelem zajištění ale i k plnění investičních cílů. Odtud je ale ještě dlouhá cesta k hedge fondům. Uvažuje se o dalším prohloubení společné evropské legislativy kolektivního investování směrem právě i k hedge fondům.

V jedenácti zemích¹²⁰ bývalé evropské patnáctky je vznik hedge fondů národní legislativou v podstatě povolen, ale v některých jen opět s určitými limity (hedge fond ale ve své podstatě žádné nemá). Účast retailové klientely je umožněna jen v některých zemích a pouze do fondů hedge fondů (Funds of Hedge Funds, FoHF), pro něž platí jistá diverzifikační pravidla. Počet evropských hedge fondů se odhaduje na 1 000 a jejich aktiva ve výši kolem 200 miliard USD.

V českém případě je podle zákona o kolektivním investování možné zakládat speciální fond derivátů, který se nejvíce blíží hedge fondům. Efektivní fungování fondů tohoto typu je ale na našem území znemožněno požadavkem na oceňování majetku a kontrolu ze strany depozitáře. V České republice se první hedge fondy mohou objevit, pouze pokud připravovaná novela ZKI vyřeší tyto problémy.

¹¹⁸ V Singapuru umožňuje tamější legislativa vznik hedge fondů i pro retailové klienty a minimální vstupní investice jsou stanoveny v řádu „pouze“ desítek tisíc amerických dolarů.

¹¹⁹ Index hedge fondů CSFB/Tremont Index of Hedge Funds zaznamenal v roce 2004 nárůst ve výši 9,64 %, index fondů hedge fondů HFRI Funds of Hedge Funds rostl jen 6,76 %. To je ve srovnání s indexy světových trhů horší výsledek (MSCI Index v roce 2004 15,25 %), podobně tomu bylo v roce 2003. Situaci zdůvodňuje Klaus Hornberg (Oppenheim Asset Management) ve Funds Europe (March/2005, Issue: 27, str. 36-38) jako nedostatek volatility trhů: „... If the market falls asleep, you won't get the same performance“. V jiných zdrojích se objevuje teze, že s velkým nárůstem majetku v hedge fondech se zacelují vhodné investiční příležitosti pro tyto fondy a není možné tak dosahovat nadprůměrných výnosů.

¹²⁰ Mimo Rakouska, Dánska, Španělska a Velké Británie. V této souvislosti je zajímavá pozice Londýna jako světového finančního centra, z něhož se obhospodaruje asi 70 % evropských hedge fondů a mnoho dalších v off-shore centrech. Viz KCP (2004d).

3.1.3. Scoring a rating fondů

Ve světovém měřítku a zejména ve Spojených státech se rozvinul tzv. scoring fondů. Jde o hodnocení jednotlivých fondů na základě jejich předchozí dosažené výkonnosti, které umožňuje klientům snadnější orientaci. S prvním scoringem amerických fondů začala firma Micropal v polovině 80. let minulého století. V té době byly podílové fondy rozděleny na 4 skupiny¹²¹ ale s postupem vývoje byl počet skupin rozšířen na současných 48. Mezi další firmy, které poskytují scoring fondů patří S&P Fund Services nebo Lipper.

Společnost Moody's Investors Service poskytuje svůj Moody's Fund Performance Rating¹²². Toto hodnocení vyjadřuje jaká je konzistence jeho výkonnosti vůči jeho klasifikaci a investičnímu cíli.¹²³ Na jeho základě je fondům udělován počet hvězdiček od jedné do pěti.

V České republice poskytuje scoring fondů Czech Rating Agency, a.s.¹²⁴ ve spolupráci s Peníze, a.s s názvem CRA Fond Scoring od roku 2000. Ten je založen na kvantitativním modelu srovnávání otevřených podílových fondů v České republice na základě několika standardizovaných údajů a představuje tak standardní, nezávislé a transparentní hodnocení. Cílem pak je stanovení pořadí těchto fondů podle sledovaných kritérií, které poskytuje rychlou orientaci na trhu OPF.

Fondy jsou dle metodiky UNIS ČR rozděleny do skupin podle investičního zaměření. V úvahu se berou skupiny s minimálně 5 fondy, které navíc musí mít aspoň jeden rok dlouhou historii. Hodnocení fondů je prováděno podle ukazatelů výnosnosti, rizika a stability za časová období jednoho, tří a pěti let. Každému fondu je ke každému ukazateli přiřazena jedna číselná hodnota, která je stanovena na

¹²¹ Domácí akciové, mezinárodní akciové, dluhopisové a fondy municipálních dluhopisů.

¹²² Ačkoli se toto hodnocení nazývá ratingem je založeno pouze na kvantitativních měřících.

¹²³ Metodika tohoto hodnocení obsahuje regresní analýzu předchozích výkonností fondů vůči tzv. style clusters (soubor akcií odpovídajících určitému investičnímu stylu) a tím určuje jejich poměrné zastoupení v portfoliu fondu (které může být odlišné od toho, které je uvedené ve statutu fondu). Dále je stanovena tzv. value-added a její hodnota je převedena do ratingu.

¹²⁴ Ta je na začátku roku 2005 jedinou akceptovanou lokální ratingovou agenturou v České (KCP) a Slovenské (Úrad pre finanční trh) republice.

základě dílčích výpočtů za jednotlivá časová období. Na základě těchto hodnot jsou fondy seřazeny a rozděleny do pěti pásem podle hodnot ukazatelů, přičemž každému pásmu je přiřazena známka od jedné do pěti. Výsledná známka je vypočítána prostým průměrem známek fondu podle jednotlivých ukazatelů. Podle těchto známek jsou opět fondy seřazeny a rozpětí mezi nejlepším a nejhorším fondem je rozděleno do pěti pásem po 15, 20, 30, 20 a 15 %, přičemž každé pásmo odpovídá jedné až pěti hvězdičkám.¹²⁵ Vyhodnocení otevřených podílových fondů s domicilem v ČR ke konci roku 2004 je uvedeno v příloze č. 4.

Fondy mohou být hodnoceny nejen na základě minulých kvantitativních ukazatelů ale i kvalitativních. V tom případě se mluví o fund ratingu. Oproti scoringu je navíc zaměřen na budoucnost daného subjektu a poskytuje jeho komplexní analýzu. Fund rating je navíc prováděn na žádost správců fondů a na jejich náklady za účelem zvýšení jejich vlastní kredibility. Na rozdíl od běžného ratingu například dluhopisů ale zahrnuje i některé kvantitativní údaje.

Na světové scéně se fund ratingem zabývá Moody's (Mutual Fund Credit Rating) anebo Standard&Poor's. V České republice je to opět CRA Rating Agency. Metodika jejího ratingu podílových fondů je založena na hodnocení kreditní matice, maturity portfolia, fund managementu (finanční profil, vlastnická struktura, obchodní praktiky, pricing, marketing, distribuční aktivity atd.), provozních směrnic, řízení rizik a compliance.

Scoring fondů nepředstavuje žádné investiční doporučení ani neposkytuje záruku podobného vývoje v budoucnosti. Rating navíc dodává jistou možnost odhadu budoucího postavení fondu a jeho schopnosti dostát svým závazkům. Tyto systémy tak investorům přinášejí cenné informace v dostupné a srozumitelné formě, jejichž získávání a vyhodnocování by bylo pro jednotlivce neefektivní. Věřím, že tyto ukazatele mohou významně usnadnit v orientaci mezi jednotlivými fondy a napomoci budoucímu pozitivnímu směřování odvětví kolektivního investování.

¹²⁵ Podrobná metodika je dostupná na internetových stránkách CRA Rating Agency www.crarating.com.

4. Závěr

V bakalářské práci jsem se snažil popsat principy kolektivního investování a nastínit podmínky pro budoucí vývoj tohoto odvětví v České republice. Dále jsem se snažil poskytnout čtenáři přehled o současných trendech v tomto oboru v celosvětovém měřítku.

Je zřejmé, že kolektivní investování se jako finanční inovace velmi dobře osvědčilo. Jeho historie sahá až do 17. století ale teprve v poslední době nabylo na svém významu. Právě obrovský rozvoj odvětví v posledních desetiletích je fenoménem, který si zaslouhuje pozornost i z hlediska ekonomického zkoumání.

Kolektivní investování se stalo důležitým finančním zprostředkovatelem a na jeho stavu jsou závislé i ostatní obory hospodářství. Fungování tohoto odvětví ovlivňují nejen nálady investorů, ale hlavně právní úprava a regulace a celkový stav kapitálového trhu. Právě na tomto poli je v České republice mnoho prostoru pro zlepšení.

Kolektivní investování prošlo v České republice velice specifickým vývojem a jeho použití v kuponové privatizaci vážně poznamenalo jeho vnímání ze strany českých investorů. Přes mnoho snahy, která byla směrem k jeho očištění vykonána, stále 69 % obyvatel ČR kolektivnímu investování nedůvěřuje a jen 2 % z nich jeho služeb využívají.

V souvislosti se vstupem České republiky do Evropské unie byl přijat nový zákon o kolektivním investování, který je v souladu s evropskou směrnicí, která upravuje takzvané UCITS fondy. Tato směrnice zavádí ve všech státech EU jednotný trh pro tyto fondy na principu tzv. evropského pasu. Od 1. května 2004 tak mohou být tyto fondy celkem jednoduše nabízeny investorům v České republice a představují tak vážnou konkurenci pro fondy domácí. Už před tímto datem bylo českým investorům nabízeno mnoho stovek fondů, které byly založeny v jiných zemích a s výhodnějšími podmínkami. Tento stav byl a je pro české subjekty kolektivního investování diskriminující.

Přestože evropský trh je stále fragmentovaný, vývoj jasně směřuje k dalšímu sjednocování a to přináší nutnost vážného zamyšlení nad budoucností českých fondů. Asi není daleko doba, kdy země původu fondu nebude při rozhodování investora významnou rolí. Toto bude v České republice platit zřejmě nejspíše se zavedením jednotné měny Euro. Pro správcovskou společnost navíc nebude problém vybírat si zemi, kde bude fondy zakládat, a bude se samozřejmě rozhodovat podle legislativy, regulace, zdanění a dalších podmínek, které budou jednotlivé země nabízet. V tomto světle je zřejmé, že zásadní vliv na rozvoj nebo úpadek oboru bude mít přístup ke kolektivnímu investování ze strany státu.

Zákon o kolektivním investování sice poskytuje českým standardním fondům podmínky srovnatelné s ostatními Evropskými zeměmi. Pozitivní posun byl zaznamenán i v oblasti zdanění. Stále ale ke škodě naší ekonomiky platí, že země jako Lucembursko nebo Irsko poskytují výrazně lepší infrastrukturu a podmínky pro zakládání a provoz fondů.

Určitý prostor se otevírá v možnostech některých speciálních fondů. Jde například o nemovitostní fondy, derivátové anebo tzv. hedge fondy. Ve většině zemí nejsou tyto typy fondů upraveny anebo jsou regulovány způsobem, který neposkytuje příliš prostoru pro jejich rozvoj. Současný návrh novely zákona o kolektivním investování by umožnil jejich efektivní fungování na našem území. Je otázkou, zda bude novela přijata včas (uvažuje se o rozšíření UCITS Direktivy o tyto typy fondů) a v požadované podobě a tím bude umožněn další rozvoj odvětví v České republice.

Obor kolektivního investování nabízí jako jeden z nejvýznamnějších finančních zprostředkovatelů mnoho námětů pro bližší poznání. V souvislosti s jeho rozvojem došlo na finančních trzích k mnoha inovacím, které se ukázaly jako prospěšné. Teprve budoucnost ukáže, zda český stát bude schopen připravit takové podmínky, které umožní další růst tohoto odvětví v České republice.

Použitá literatura:

- Brabec, J. (2004): Investor Protection – what does it really mean, prezentace pro FEFSI Conference in Amsterdam
- CESR (2003): CESR rozvíjí svůj přístup k přezkoumávání implementace Standardů CESR, tisková zpráva, www.cesr-eu.org
- Česká kapitálová informační agentura, a.s. (ČEKIA) (2003): Kolektivní investování, oborová analýza, Česká kapitálová informační agentura, a.s., Praha
- Česká národní banka (2005): Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu, www.cnb.cz
- EFAMA (2005a): Quarterly Statistical Release 2004 December, www.efama.org
- EFAMA (2005b): Worldwide Investment Funds Statistics at end 2004, www.efama.org
- Ernst & Young: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS – The Product Directive, UCITS – The Management Directive, http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS
- Europeum (2004): Český kapitálový trh a jednotný evropský kapitálový trh, www.europeum.org
- Fajtová, J. (2000): Vývoj kolektivního investování v ČR směrem k evropským standardům, diplomová práce, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, Univerzita Karlovy, Praha
- Fajtová, J. (2004): Otevírání uzavřených fondů v ČR, disertační práce, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, Univerzita Karlovy, Praha
- FEFSI (2002): The New UCITS Directive Explained, www.efama.org
- FEFSI (2004a): New fixed income universes published by investment industry group, www.efama.org

- FEFSI (2004b): The single market for investment funds: Market integration and the end-user perspective, www.efama.org
- FEFSI (2004c): FEFSI Fact Book 2004, Brusel, www.efama.org
- Havel, J (2000): Úvod do úpravy kapitálových trhů, Nakladatelství Karolinum, Praha
- Heinemann, F. (2002): The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, www.zew.de
- Investment Company Institute (2004a): Mutual Fund Fact Book 2004, www.ici.org
- Investment Company Institute (2004b): Perspective, Vol.10/No.1, www.ici.org
- Investment Company Institute (2005): Worldwide assets, flows and number of investment funds 2004:Q4, www.ici.org
- Jílek, J. (1997): Finanční trhy, Grada Publishing, Praha
- KCP (2004a): Průvodce kapitálovým trhem pro střední a vysoké školy, Fortuna, Praha
- KCP (2004b). Stanovisko ke statusu zahraničních osob kolektivního investování působících v ČR po vstupu do EU, www.sec.cz
- KCP (2004c): Příprava komise pro cenné papíry a tuzemského kapitálového trhu na vstup do EU (analytický dokument), www.sec.cz
- KCP (2004d): Hedge funds a perspektivy jejich regulace v České republice, analýza KCP
- KCP (2005a): Čtvrtletní zpráva o situaci na kapitálovém trhu a přijatých opatřeních za říjen – prosinec 2004, www.sec.cz
- KCP (2005b): Komparativní analýza fungování nemovitostních fondů v zahraničí, www.sec.cz
- Lacey, D. E. (2003): Democratizing the Hedge Fund: Considering the Advent of Retail Hedge Funds, Harvard Law School, <http://papers.ssrn.com>

- Lamfalussy, A. et al. (2001): Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm
- Liška, V., Gazda J. (2004): Kapitálové trhy a kolektivní investování, Professional Publishing, Praha
- Mamaysky, H., Spiegel, M. (2001): A Theory of Mutual Funds: Optimal Fund Objectives and Industry Organization, Yale ICF Working Paper No. 00-50, Yale School of Management
- Mejstřík et al. (1994): Privatization and opening the capital market in the Czech and Slovak Republic, Charles University, CERGE, Working Paper Series no. 54, Prague
- Mishkin, F. S. (1992): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, HarperCollins Publishers, New York
- Musílek, P. (1997): Finanční trhy: instrumenty, instituce a management, Grada Publishing, Praha
- Musílek, P. (2002): Trhy cenných papírů, Ekopress, 2002
- OECD (2001): Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries, www.oecd.org
- Oehm, E. (2005): Kolektivní investování na trhu nemovitostí, KPMG Česká republika, www.kpmg.cz
- Poterba, J. M., Shoven, J. B. (2002): Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, <http://papers.ssrn.com>
- PricewaterhouseCoopers (2004): New Act on Collective Investments, www.pwc.com/cz
- Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., Dvořák, P., Brada, J. (1999): Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press, Praha

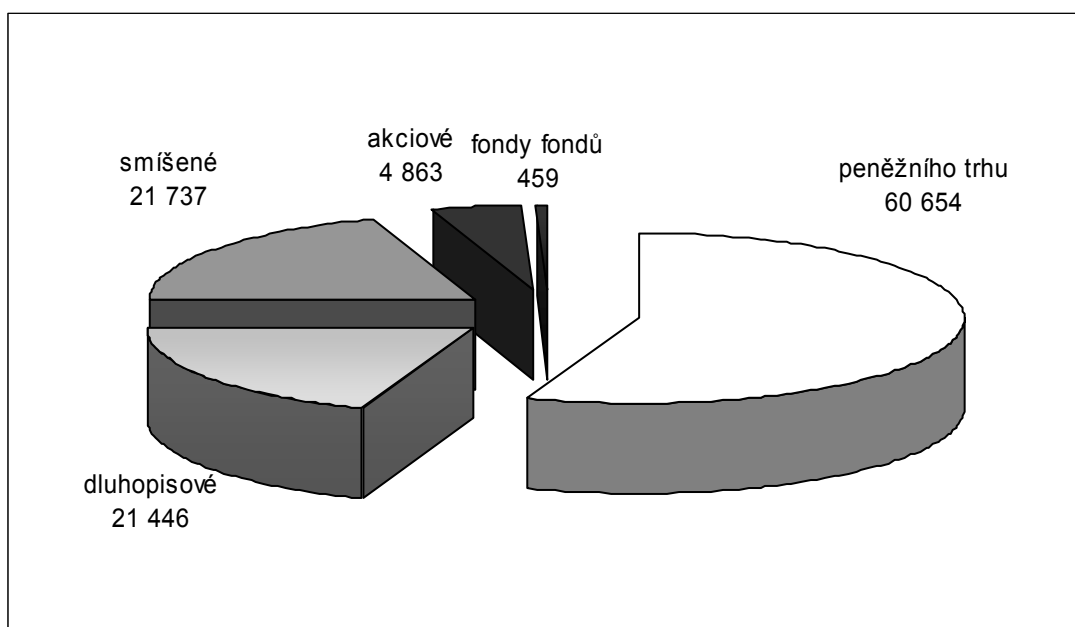
- Richter, T. (2002): Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností, disertační práce, Právnická fakulta Masarykovy Univerzity v Brně, Brno
- Rouwenhorst, G. (2004): The Origins of Mutual Funds, Yale ICF Working Paper No. 04-48, Yale School of Management
- Sedláček, T. (2001): On the Morals of an Economic Man, diplomová práce, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, Univerzita Karlovy, Praha
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J., Bailey, J. V. (1999): Investments, Prentice Hall, New Jersey
- Soja, V. (1999): Analýza výkonnosti manažerů portfolií českých investičních a podílových fondů v letech 1993-1998, diplomová práce, VŠE, Praha
- Šafránek, P. (2005): Nové trendy v kolektivním investování, www.penize.cz
- The World Bank (1999): Czech republic: Capital Market Review, Washington
- The World Bank (2004): Assessment of Governance of the Collective Investment Fund Sector, Washington, www.worldbank.org
- Tříška, D (1991): Proč a jak kupovat a prodávat akcie za investiční kupóny, Gennex, Praha
- Urbánek, D. (2004): Reálné reality jsou rizikové, FOND SHOP 25/2004

Přílohy

Příloha č. 1: Srovnání kolektivního investování ve světě a v ČR

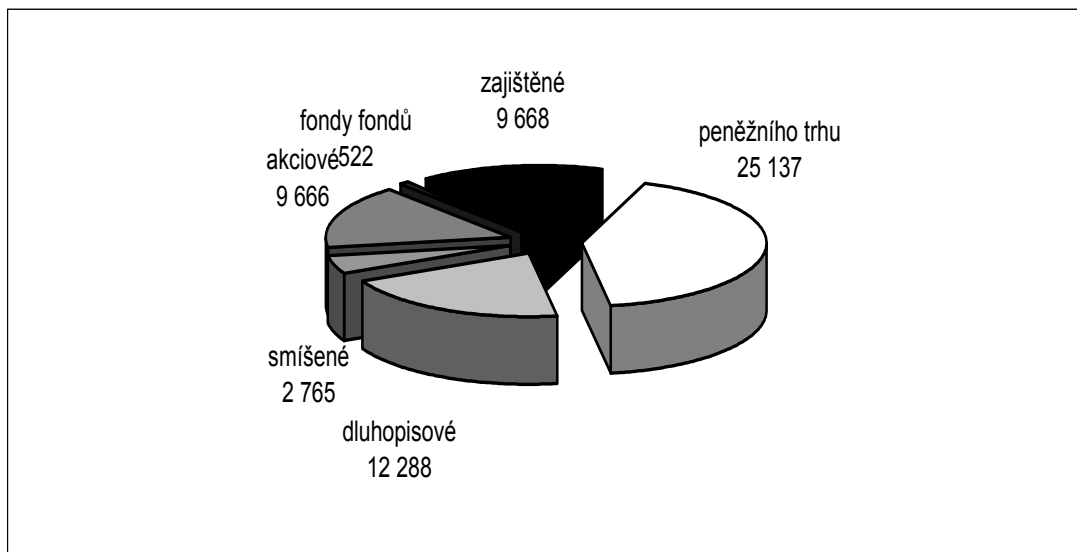
Nárůst objemu majetku ve fondech nabízených ve fondech v ČR je zobrazen v grafech 2-3 a 2-4. Zopakujme, že ke konci roku 2004 byl majetek investorů v domácích fondech více než 110 miliard Kč a v zahraničních fondech 60 miliard Kč. Následující grafy zobrazují rozložení majetku mezi domácími a zahraničními fondy podle jejich zaměření.

Graf P1: Rozložení majetku v českých podílových fondech ke konci roku 2004



(v mil. Kč, za členy UNIS ČR, zdroj: UNIS ČR)

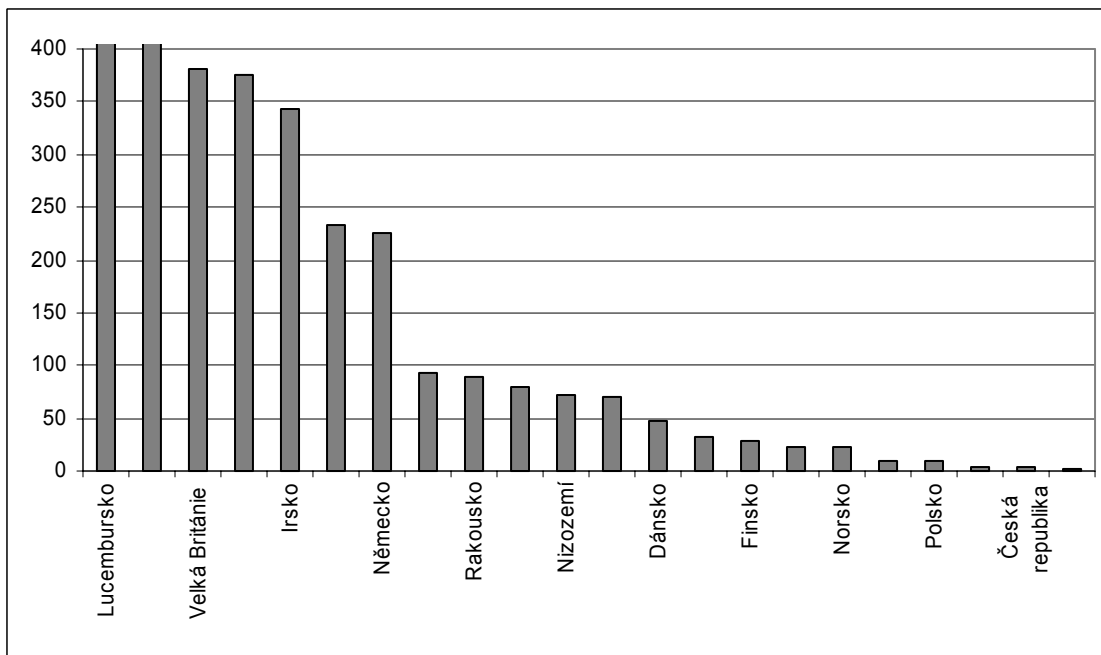
Graf P2: Rozložení majetku v zahraničních podílových fondech ke konci roku 2004



(zdroj: AKAT, www.akatcr.cz)

Celkový majetek ve fondech zemí EU sdružených v EFAMA dosáhl 4 188 miliard Euro. Rozložení objemu aktiv mezi zeměmi zobrazuje následující graf 3-3. Nejsou na něm zobrazeny úplné údaje za Lucembursko (1 025 mld Euro) a Francii (1 007 mld Euro).

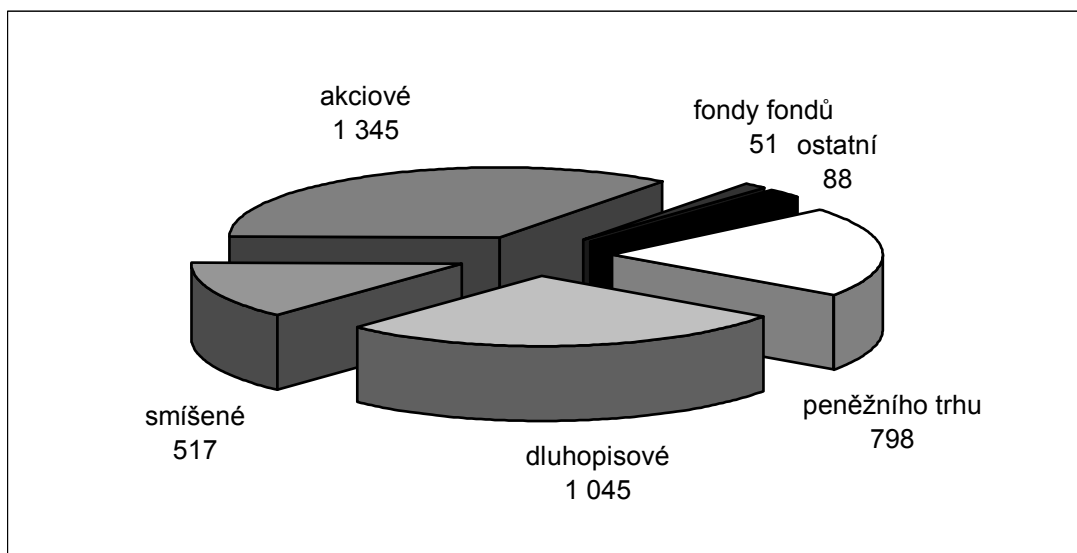
Graf P3: Rozložení majetku ve fondech v jednotlivých evropských zemích



(v mld. Eur, ke konci roku 2004, zdroj: EFAMA (2005a))

Další graf představuje rozložení aktiv evropských UCITS fondů podle jejich zaměření. (neobsahuje údaje za Irsko, 343 mld. Eur)

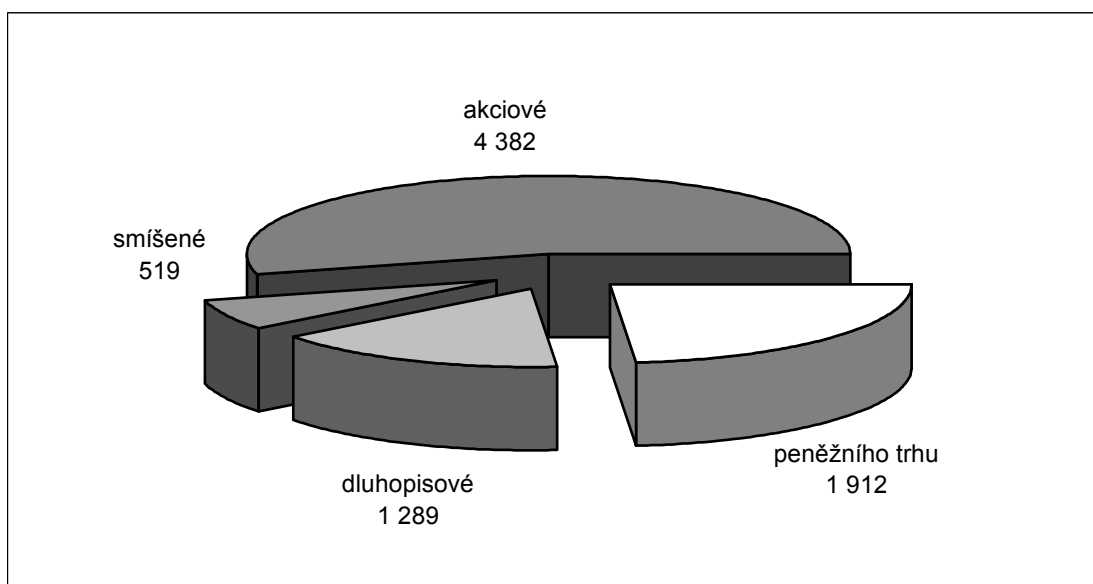
Graf P4: Rozložení aktiv evropských UCITS fondů



(v mld. Eur, ke konci 2004, zdroj: EFAMA (2005a))

Graf 3-5 zobrazuje rozložení aktiv fondů v USA podle zaměření. Tyto údaje jsou pouze za Investment Companies.

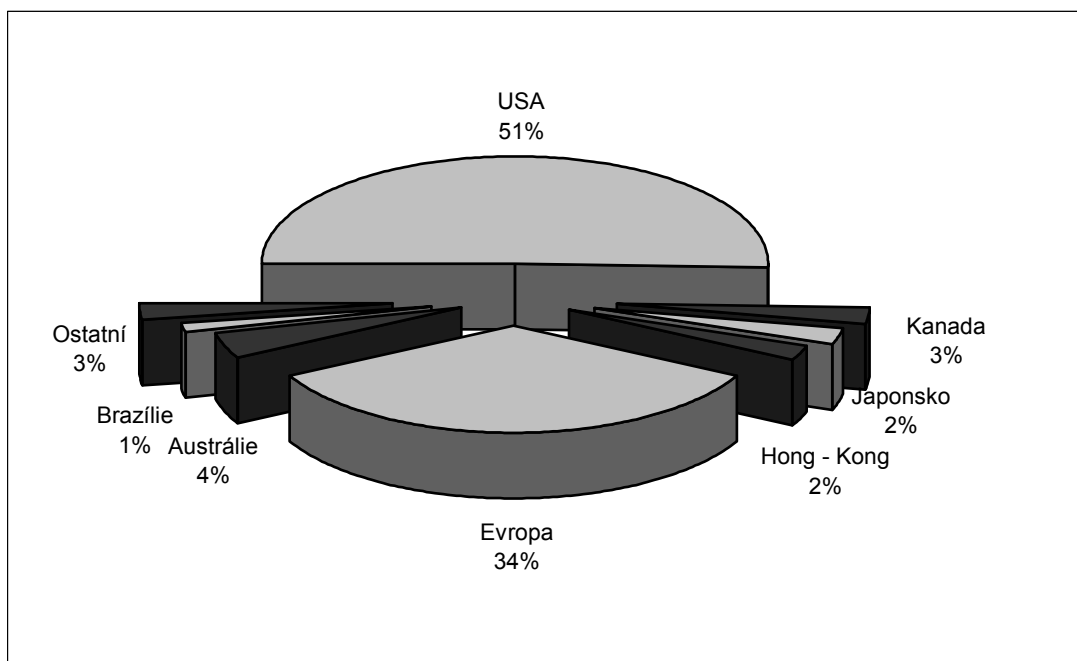
Graf P5: Rozložení objemu aktiv fondů v USA



(v mld USD, ke konci 2004, www.ici.org)

Poslední graf zobrazuje celosvětové rozdělení majetku v otevřených fondech v celosvětovém měřítku. (11 793 mld. Euro, ke konci 2004)

Graf P6: Rozložení majetku podle jednotlivých zemí (ke konci roku 2004)



zdroj: EFAMA (2005b), ICI (2005)

Příloha č. 2:

Metodika klasifikace fondů závazná pro členy UNIS ČR

Metodika klasifikace fondů závazná pro členy UNIS ČR byla vypracována na základě rámcové metodologie, kterou vydala Evropská federace investičních společností a fondů (FEFSI) pro své členy. Standardní klasifikace FEFSI byla zpracována tak, aby umožňovala v maximální míře zahrnout standardy jednotlivých členských zemí a slouží jako východisko pro vytvoření národních klasifikačních standardů, která mohou obsahovat přísnější kritéria.

Uvedené pojmy jsou stanoveny pro účely klasifikace a společné prezentace fondů. Členové Unie mohou v názvu fondu, v jeho označení anebo v souvislosti s jeho investičním zaměřením používat i jiné pojmy za předpokladu, že budou náležitě vystihovat typ fondu a nepovedou k možnosti záměny.

1. Dvě hlavní kritéria pro klasifikaci fondů

- a) Podle **rizika trhu** (typu rizika příslušných aktiv) dělíme fondy na
- akciové
 - dluhopisové
 - peněžního trhu
 - smíšené
 - fondy fondů
- b) Podle **geografického rizika** (typu měnového rizika) dělíme aktiva
- Česká republika
 - země zóny Euro
 - Evropa (včetně zóny Euro)
 - Severní Amerika
 - Asie a Pacifik
 - ostatní regiony
 - globální (částečně nebo zcela investující mimo uvedené regiony anebo investující do více regionů)
- c) Klasifikace fondu je vždy vyjádřena dvěma složkami s tím, že jedna složka určuje riziko trhu a druhá složka riziko geografické, přičemž na pořadí složek nezáleží.

2. Definice kritérií

Fondy se zařazují do jednotlivých kategorií dle statutu fondu.

- a) Riziko trhu

Akciové fondy: Fond trvale investuje na akciovém trhu minimálně 66 % aktiv (tj. do akcií a instrumentů nesoucích riziko akcií). Akciové fondy zahrnují i indexové a garantované fondy vázané na akciové indexy. Doplnkově se stanovuje, zda fond patří do kategorie sektorových fondů, která zahrnuje akciové fondy investující výhradně do určitého ekonomického sektoru.

Dluhopisové fondy: Fond trvale investuje na trhu dluhopisů. Doplnkové investování do akcií je možné, ale podíl akcií nesmí překročit 10 % aktiv fondu. Dluhopisové fondy zahrnují i indexové a garantované fondy vázané na obligační indexy.

Fondy peněžního trhu: Fond trvale investuje na trhu dluhopisů anebo na peněžním trhu. Celková modifikovaná durace nesmí překročit hodnotu 1. (Při překročení tohoto limitu je fond klasifikován jako dluhopisový fond.)

Smíšené fondy: Fond investuje do různých aktiv na různých trzích a nejsou stanoveny limity pro podíl akcií či dluhopisů.

Fondy fondů: Fond trvale investuje minimálně 66 % aktiv do podílových listů a akcií fondů. Doplnkově se fondy fondů rozdělují podle toho, do jakých fondů investují, na převážně akciové, převážně dluhopisové a smíšené.

b) Geografické riziko

Pro akciové fondy: geografická příslušnost je definována podle sídla emitenta akcií. Investice do akcií mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu.

Pro dluhopisové fondy: geografická příslušnost je definována podle měny aktiv. Investice do měn zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu. Při zařazení fondu je zohledněno zajištění proti pohybu kursu jednotlivých měn.

Pro fondy peněžního trhu: geografická příslušnost je definována podle měny aktiv. Investice do měn zemí mimo danou kategorii jsou vyloučeny. Při zařazení fondu je zohledněno zajištění proti pohybu kursu jednotlivých měn.

Pro smíšené fondy: geografická příslušnost je definována podle sídla emitenta akcií a vzhledem k celkovému měnovému riziku. Investice do měn a akciových trhů zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu.

Pro fondy fondů: geografická příslušnost je definována podle geografického rizika fondů. Investice do podílových listů a akcií mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu.

Příloha č. 3:

**ETICKÝ KODEX
UNIE INVESTIČNÍCH SPOLEČNOSTÍ ČESKÉ
REPUBLIKY**

A. ÚVODNÍ USTANOVENÍ

- (1) Etický kodex (dále jen "EK") je přílohou Stanov Unie a jeho obsahem jsou pravidla, jimiž se řídí chování členů Unie zejména vůči:
 - a) členům Unie a jiným investičním společnostem a investičním fondům,
 - b) osobám, které využívají jejich služeb (dále jen "investorům"),
 - c) společností, jejichž akcie jsou v portfoliu jimi obhospodařovaných fondů,
 - d) jejich zaměstnancům,
 - e) státním orgánům.
- (2) EK je souborem pravidel formulujících a rozvíjejících základní principy etického chování členů Unie v oblasti kolektivního investování.
- (3) EK není obecně závazným právním předpisem. Je souborem pravidel zpřísňujících a doplňujících zákonné a jiné právní předpisy.
- (4) Člen Unie je povinen dodržovat všechna ustanovení EK.
- (5) Dodržováním EK se rozumí rovněž dodržování Závazných pokynů.

B. ZÁKLADNÍ PRAVIDLA ETICKÉHO CHOVÁNÍ ČLENŮ UNIE

- (1) Za základ svobodného tržního systému se považuje čestná konkurence.
- (2) Informace, které jsou obchodním tajemstvím, nesmí být získávány, shromažďovány a šířeny.
- (3) Člen Unie nesmí nabádat k činnosti, která je proti zájmům člena Unie, jiné investiční společnosti nebo investičního fondu.
- (4) Způsob, jakým byl dosažen výsledek, nesmí odporovat pravidlům EK.
- (5) Je nepřipustné podporovat chování odporující pravidlům EK.
- (6) Člen Unie vynaloží veškeré úsilí o co nejvyšší transparentnost a průhlednost své činnosti, zejména pak při obhospodařování fondů. Povinná ochrana obchodního tajemství tím není dotčena.
- (7) Jsou-li vůči státním orgánům, sdělovacím prostředkům či širší veřejnosti formulována stanoviska k zásadním otázkám kolektivního investování, budou tato stanoviska prezentována vždy tak, aby bylo jasně patrné, kdy jde o koordinovaný postoj Unie a kdy o individuální stanovisko toho kterého člena Unie. Vystupování jménem Unie nesmí být využito ve prospěch jednotlivého člena Unie.
- (8) Investoři budou vždy upozorňováni na rizika spojená s investováním a výsledky jim budou prezentovány pravdivě, bez jakýchkoli zkreslení a zavádějících informací.
- (9) Žádný investor nesmí být individuálně zvýhodněn.
- (10) Ve vztahu ke společností, jejichž akcie jsou v portfoliu obhospodařovaných fondů, bude každý člen Unie prosazovat, aby byl v

zájmu akcionářů i v zájmu rozvoje českého kapitálového trhu emitenty uplatňován princip poskytování a zveřejňování včasných, věrohodných a úplných informací.

- (11) Vůči svým zaměstnancům člen Unie dodržuje zásadu individuálního přístupu, zejména z hlediska odměny přiměřené odvedenému pracovnímu výkonu. Vychází přitom z toho, že vysoce kvalifikovaný zaměstnanecký potenciál je zárukou kvality služeb poskytovaných investorům.
- (12) Zaměstnává-li člen Unie zaměstnance, kteří dříve pracovali u jiného člena Unie nebo jiné investiční společnost či investičního fondu, nepožaduje od nich předávání důvěrných a interních informací, které tito zaměstnanci mohou mít.
- (13) Člen Unie nezavádí žádné pracovní postupy, které by jeho zaměstnance motivovaly k tomu, aby investorům poskytovali neúplné, nesprávné nebo zavádějící informace o své činnosti anebo produktech.
- (14) Člen Unie přijme interní normy, předpisy nebo opatření směřující k vyloučení střetu zájmů nebo zneužívání důvěrných a interních informací.
- (15) Ve vztahu vůči státním orgánům budou při prosazování svých zájmů zejména v legislativní oblasti členové Unie upřednostňovat koordinovaný postup v rámci Unie. Zejména pak poskytnou odpovídající informační podporu přípravě obecně závazných právních předpisů.
- (16) Zaměstnanci člena Unie mohou spolupracovat bezplatně nebo za úplatu se zaměstnanci státních orgánů jako poradci v případě, že jejich činnost slouží jako příspěvek k rozvoji kapitálového trhu či jako pomoc při řešení úkolů státní správy v oblasti kolektivního investování.

C. KONTROLA DODRŽOVÁNÍ EK

- (1) Povinností člena Unie je upozornit Etický výbor na případy, kdy došlo k porušení EK.
- (2) V případě, že člen Unie poruší povinnosti, které pro něho vyplývají z EK, je člen Unie povinen informovat Etický výbor, že k takovému porušení došlo, s uvedením kroků, které povedou k nápravě v jím určeném termínu. Způsob a rozsah takové informace musí odpovídat míře porušení pravidel EK.
- (3) Dodržování EK sleduje Etický výbor a prošetřuje jednotlivé podněty týkající se porušování EK.
- (4) Při prošetřování případů porušení EK postupuje Etický výbor v souladu se Stanovami Unie.

Příloha č. 4: Vyhodnocení otevřených podílových fondů s domicilem v ČR metodou CRA Fond Scoringu ke konci roku 2004

CRA Rating Agency a www.penize.cz								
Akciové fondy	Počet hvězdiček k datu			Roční hodnoty				
	I.2004	VI.2004	XII.2004	průměr	rozptyl	min. - max.	VK ¹⁾	výkonnost ²⁾
ČP Invest Fond globálních značek	*****	*****	*****	4,58	0,243	4-5	684,43	7,66%
ČP Invest Fond ropného a energetického průmyslu	****	*****	*****	4,42	0,576	3-5	96,58	17,00%
ISČS Sporotrend	****	***	***	3,50	0,250	3-4	1 879,00	40,63%
ČSOB akciový mix	***	****	****	3,42	0,243	3-4	774,57	13,76%
Živnobanka - akciový fond	****	***	***	3,25	0,188	3-4	359,45	3,01%
ČP Invest Fond farmacie a biotechnologie	***	***	***	2,75	0,188	2-3	96,42	5,05%
ČP Invest Fond nové ekonomiky	***	**	*	2,00	0,833	1-3	166,60	4,57%
IKS Světových indexů	*	*	**	1,33	0,222	1-2	375,44	-3,59%
ISČS Eurotrend	*	*	**	1,08	0,076	1-2	428,56	-0,53%

¹⁾ vlatní kapitál fondu v mil. Kč ke konci roku 2004

²⁾ výkonnost fondu za rok 2004

CRA Rating Agency a www.penize.cz								
Dluhopisové fondy	Počet hvězdiček k datu			Roční hodnoty				
	I.2004	VI.2004	XII.2004	průměr	rozptyl	min. - max.	VK ¹⁾	výkonnost ²⁾
ISČS Sporobond	*****	*****	*****	5,00	0,000	5-5	11 148,06	6,10%
ČP Invest Fond korporátních dluhopisů	*****	*****	*****	5,00	0,000	5-5	1 226,97	3,98%
ISČS Bondinvest	*****	*****	*****	4,33	0,222	4-5	437,62	5,30%
ČP Invest Fond státních dluhopisů	***	***	***	3,08	0,076	3-4	93,47	2,83%
ČSOB nadační	***	***	**	2,75	0,188	2-3	203,24	3,63%
IKS Dluhopisový	***	***	**	2,67	0,222	2-3	3 662,65	4,19%
Živnobanka - obligační fond	***	***	**	2,58	0,243	2-3	1 323,84	3,72%
IKS Plus bondový	**	***	**	2,42	0,410	1-3	658,94	5,64%
ČSOB bond mix	*	***	**	2,08	0,576	1-3	1 502,23	6,07%
ISČS Trendbond	*	*	*	1,00	0,000	1-1	1 233,59	11,20%

¹⁾ vlatní kapitál fondu v mil. Kč ke konci roku 2004

²⁾ výkonnost fondu za rok 2004

CRA Rating Agency a www.penize.cz								
Fondy peněžního trhu	Počet hvězdiček k datu			Roční hodnoty				
	I.2004	VI.2004	XII.2004	průměr	rozptyl	min. - max.	VK ¹⁾	výkonnost ²⁾
ISČS Sporoinvest	****	*****	*****	4,92	0,076	4-5	401,30	2,53%
IKS Peněžní trh	*****	****	***	3,67	0,722	3-5	14 746,08	2,59%
ČP Invest Fond peněžního trhu	***	***	**	2,92	0,243	2-4	130,13	2,20%
ČSOB výnosový	***	*	**	1,50	0,583	1-3	2 140,49	1,93%
Živnobanka - Sporokonto	*	*	*	1,00	0,000	1-1	2 593,06	1,79%

¹⁾ vlatní kapitál fondu v mil. Kč ke konci roku 2004

²⁾ výkonnost fondu za rok 2004

Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR

<i>Scoring otevřených podílových fondů</i>								
CRA Rating Agency a www.penize.cz								
Smišené fondy	Počet hvězdiček k datu			Roční hodnoty				
	I.2004	VI.2004	XII.2004	průměr	rozptyl	min. - max.	VK ¹⁾	výkonnost ²⁾
ISCS Výnosový	*****	*****	*****	5,00	0,000	5-5	999,17	10,47%
Živnobanka - BALANCOVANÝ FOND NADACÍ	****	*****	****	4,58	0,243	4-5	155,55	1,50%
J&T OPPORTUNITY CZK	*****	****	***	4,50	0,417	3-5	83,17	14,43%
ISCS Fond řízených výnosů	****	*****	****	4,50	0,250	4-5	826,29	1,60%
J&T OPPORTUNITY SKK	-	-	****	4,50	0,250	4-5	0,10	33,95%
IKS Global konzervativní	*****	*****	***	4,00	0,833	3-5	1 748,04	9,72%
IKS Balancovaný	***	****	***	3,42	0,243	3-4	1 186,52	30,98%
ISCS Sporomix 5	***	****	**	3,00	1,833	1-5	290,65	7,17%
ČSOB středoevropský	***	***	***	2,83	0,139	2-3	504,20	25,39%
J&T PERSPEKTIVA	***	***	**	2,75	0,188	2-3	958,27	8,83%
ČSOB Kvanto Kombinovaný	***	***	**	2,75	0,188	2-3	573,65	0,48%
ISCS Sporomix 3	***	***	**	2,67	0,389	2-4	401,30	6,46%
ČSOB fond bohatství	-	***	**	2,50	0,500	2-4	6 064,29	5,10%
Živnobanka - růstový fond	***	***	**	2,42	0,243	2-3	692,52	4,31%
ČP Invest Smíšený OPF	**	***	**	2,33	0,222	2-3	278,42	5,05%
ČSOB Křišťálový fond	-	-	*	1,50	0,250	1-2	305,14	11,74%
Živnobanka - dynamický fond	*	*	*	1,17	0,139	1-2	2 740,87	2,70%
AKRO mezinárodní flexibilní	*	*	*	1,00	0,000	1-1	170,76	-0,80%
ČSOB stability	****	***	-	3,50	0,250	3-4	n.a.	n.a.
ČP Invest Český	****	*****	-	3,43	0,245	3-4	n.a.	n.a.
ČP Invest Moravskoslezský	****	*****	-	3,29	0,204	3-4	n.a.	n.a.

¹⁾ vlatní kapitál fondu v mil. Kč ke konci roku 2004

²⁾ výkonnost fondu za rok 2004

zdroj: CRA RATING AGENCY, a.s