

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií



Bakalářská práce

2009

Pavel Hanák

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií



Bakalářská práce

Role investičních privatizačních fondů v české transformaci, jejich vývoj, koncentrace kapitálu a dnešní podoba

**Vypracoval: Pavel Hanák
Vedoucí: prof. Ing. Karel Kouba, DrSc
Akademický rok: 2008/2009**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu. Dále souhlasím se zveřejněním této práce.

V Praze dne 25.5.2009

podpis studenta

Poděkování

Rád bych poděkoval především Prof. Ing. Karlu Koubovi, DrSc za trpělivé vedení mé práce a za poskytnutí mnoha cenných rad a informací. Dále chci poděkovat Doc. Ing. Tomáši Ježkovi, CSc, Doc. Ing. Evě Klvačové, CSc, Ing. Janu Mládkovi, CSc, spřáteleným osobám z bývalé Komise pro cenné papíry a představitelům Asociace pro kapitálový trh České republiky za spolupráci a usnadnění získání mnoha podkladů, dat a jiných zdrojů. V neposlední řadě také děkuji rodičům za materiální a emocionální podporu a všem, bez kterých by má práce nebyla taková, jaká je.

Abstrakt

Tato práce se zaměřuje na velice podstatnou a dodnes kontroverzní součást fenoménu kuponové privatizace, kterou jsou investiční privatizační fondy.

Práce se snaží tuto problematiku zasadit do historických souvislostí, co nejobsáhleji popsat její vývoj a v určitých oblastech použít i mezinárodní srovnání. V prvních kapitolách je popsán výchozí stav transformačních ekonomik středoevropského regionu a přiblíženy různé modely privatizačních fondů použité v procesu privatizace v řadě zemí bývalého východního bloku. V dalších částech je podrobně charakterizován proces vzniku investičních privatizačních fondů v České republice a jejich vývoj v čase až do současnosti. Jsou zmíněny i stinné stránky spojené s touto součástí privatizace, souhrnně je zachycen vývoj objemu majetku ve fondech a přiblížena dnešní podoba největších fondů vzniklých v době kuponové privatizace.

V závěru je přínos privatizačních fondů zhodnocen podle naplnění jednotlivých záměrů autorů privatizační strategie a dále jsou uvedeny i současné názory několika předních odborníků na téma investičních privatizačních fondů získané autorovým průzkumem.

Abstract

This thesis focuses itself on the up-to-now controversial part of the czech coupon privatization phenomenon - which are investment privatization funds.

Author tries to set this issue into its historical circumstances, to describe precisely its evolution and to use international comparison where it is possible. In the first chapters, there is described the initial state of the central european transitive economies and there are also introduced various models of privatization funds which were used in the privatization strategies of many former Eastern block countries. In the other parts of the thesis, there is characterized the process of formation of czech privatization funds and their development in time up to present days. Darker sides connected with this part of privatization are also mentioned. A special emphasis is given on the wide rendering of changes in the amount of property in funds during the last decade of 20th century and on the present form of the biggest funds established in the times of czech coupon privatization.

Final chapters assess the overall contribution of czech privatization funds according to how they fulfilled the intentions of the privatization strategy creators. Author of this thesis even made a survey in a small sample of economists who occupy themselves with the issues of privatization funds and their present opinions are cited as a bonus on the last pages of this work.

PÁR SLOV A MYŠLENEK NA ÚVOD	1
1. PRIVATIZACE V ČESKÉ REPUBLICĚ	5
1.1. VÝCHOZÍ STAV	5
2. TEORETICKÁ A NÁZOROVÁ VÝCHODISKA TVŮRCŮ ČESKÝCH PRIVATIZAČNÍCH STRATEGIÍ A JEJICH VLIV NA VÝSLEDNOU PODOBU PRIVATIZACE.....	16
2.1. SCHÉMATICKÉ ROZDĚLENÍ TRANSFORMAČNÍCH STRATEGIÍ.....	16
2.1.1. <i>Koncepce s původem mimo Českou republiku</i>	17
2.1.2. <i>Koncepce z okruhu české vlády</i>	19
2.1.3. <i>Koncepce z okruhu federální vlády</i>	20
2.2. KONEČNÁ PODOBA PRIVATIZAČNÍ STRATEGIE	22
3. PRIVATIZAČNÍ FONDY V MEZINÁRODNÍM POHLEDU.....	25
3.1. RŮZNÉ MODELY PRIVATIZAČNÍCH FONDŮ V TRANSFORMUJÍCÍCH SE EKONOMIKÁCH. 26	
3.1.1. <i>Model volného trhu</i>	26
3.1.2. <i>Omezený model volného trhu</i>	26
3.1.3. <i>Regulovaný model volného trhu</i>	26
3.2. VÝHODY A NEVÝHODY JEDNOTLIVÝCH MODELŮ.....	27
4. VÝVOJ INVESTIČNÍCH PRIVATIZAČNÍCH FONDŮ V ČESKÉ REPUBLICĚ... 29	
4.1. OBDOBÍ DO ZAHÁJENÍ KUPONOVÉ PRIVATIZACE	29
4.1.1. <i>Legislativní zakotvení fondů a konkrétní důvody jejich vzniku</i>	29
4.2. INVESTIČNÍ PRIVATIZAČNÍ FONDY V PRŮBĚHU KUPONOVÉ PRIVATIZACE.....	34
4.3. VÝVOJ INVESTIČNÍCH FONDŮ PO SKONČENÍ KUPONOVÉ PRIVATIZACE.....	42
4.4. VÝVOJ REGULACE KAPITÁLOVÝCH TRHŮ DO ROKU 2000	48
4.5. VÝVOJ FONDŮ PO ZŘÍZENÍ KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY	50
5. SOUHRNNÉ ZACHYCENÍ VÝVOJE MAJETKU VE FONDECH V ČASE	56
6. VÝVOJ A DNEŠNÍ PODOBA NEJVĚTŠÍCH INVESTIČNÍCH SKUPIN Z PRVNÍHO A DRUHÉHO KOLA KUPONOVÉ PRIVATIZACE.....	61
7. VLIV KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY NA ODSTRAŇOVÁNÍ NÁSLEDKŮ PODVODŮ VE FONDECH.....	63

8. HODNOCENÍ ÚSPĚŠNOSTI INVESTIČNÍCH PRIVATIZAČNÍCH FONDŮ S OHLEDEM NA SPLNĚNÍ ZÁMĚRŮ TVŮRCŮ PRIVATIZAČNÍ STRATEGIE.....	65
8.1. AD1 – PŘÍLIŠNÁ ROZPTÝLENOST VLASTNICTVÍ PODNIKŮ	65
8.2. AD2 – VÝKON CORPORATE GOVERNANCE VE ZPRIVATIZOVANÝCH PODNICÍCH.....	68
8.3. AD 3 – POTŘEBA VZNIKU ZPROSTŘEDKOVATELŮ NA KAPITÁLOVÉM TRHU	70
8.4. AD 4 – SNAHA PODPOŘIT SHROMAŽDOVÁNÍ PROSTŘEDKŮ NA RESTRUKTURALIZACI FIREM PO KUPONOVÉ PRIVATIZACI	72
9. SOUČASNÉ NÁZORY VÝBĚROVÉ SKUPINY PŘEDNÍCH EKONOMŮ	75
9.1. DOC. ING. TOMÁŠ JEŽEK, CSc.	76
9.2. DOC. ING. EVA KLVAČOVÁ, CSc.	78
9.3. ING. JAN MLÁDEK, CSc.	80
10. ZÁVĚR.....	82
11. POUŽITÉ ZDROJE.....	85
12. PŘÍLOHY	88

Pár slov a myšlenek na úvod

Proč se zabývat privatizací?

Transformace centrálně plánovaných ekonomik bývalého socialistického bloku v devadesátých letech dvacátého století byla ve své šíři a hloubce naprosto neopakovatelným dějem v mnoha oblastech lidského života a lidského poznání. Tento, v zásadě ekonomický jev, zasáhl životy milionů lidí, měnil jejich osudy a nesmazatelně se vryl do tváře současného světa. Z pohledu ekonomie jako vědy můžeme chápat transformační děje, jejichž neodmyslitelnou součástí je privatizace státního majetku, jako jakýsi experiment, který nám dovoluje odhalit v normální době skryté zákonitosti ekonomického života. Oblastí, kde se parametry „transformačního experimentu“ dalekosáhle projeví, je zejména utváření řádu a pravidel. Ekonomičtí agenti se v průběhu transformace nacházeli v mnoha situacích, kdy oficiální řád neexistoval, nebo nebyl efektivně vynucován. Exekutivní a legislativní orgány často reagovaly až se zpožděním a to ex post regulací podle vzniklých problémů. Výsledný proces tedy nesl řadu znaků Hayekovsky spontánní tvorby řádu, přičemž spontánnost chování ekonomických agentů v sobě musela v průběhu času odrážet zásahy vládních struktur a tyto zásahy absorbovat. Proces transformace a do ní zahrnuté privatizace nebyl detailně naplánován dopředu a nebyl tedy aplikován podle nějakého „zaručeného manuálu“. Naopak, tento proces byl spíše upravován podle aktuální situace a z toho důvodu tak i samotnou aktuální situaci ovlivňoval - šlo tedy o současné působení řady sil, jejichž výslednicí je současná realita.

Troufám si tvrdit, že žádný ekonom ani zástupce jiných vědních oborů nebyl začátkem devadesátých let schopen dohlédnout důsledky změn v centrálně plánovaných ekonomikách. Zavržení socialismu a návrat ekonomik východního bloku ke kapitalismu nám tedy dává skoro nevyčerpatelnou příležitost k novým a novým zkoumáním a pozorováním. Zároveň tvoří základní platformu, na které se odehrávaly děje a mechanismy, kterým se hodlám věnovat na následujících několika desítkách stran.

Mé motivace k napsání práce o investičních privatizačních fondech

Investiční privatizační fondy tvoří nedílnou součást strategie transformace české ekonomiky. Od jejich vzniku je provází vyhrocené emoce – a to od nekritického oslavování jako záruky budoucí dobré správy zprivatizovaných společností po všeobecné zatracování jako nástroje značných podvodů a nečestného, nemorálního jednání.

Bohužel jsem dosud nikde neobjevil žádnou publikaci, která by se investičním privatizačním fondům věnovala komplexně, která by je zasadila do historických souvislostí, která by je srovnala s možnými alternativními přístupy a která by se snažila zachytit jejich vývoj a dnešní podobu. Privatizační fondy sice jsou součástí prací předních ekonomů (např. Coffee, Mejstřík, Kočenda, Lízal, Švejnar a jiní), ale většinou jako součást širších publikací o aspektech privatizace. Fondy jsou v nich tedy zmiňované pouze v určitém úhlu pohledu a dílčím způsobem.

Mě osobně zajímalo, co se stalo s institucemi, které měly ve správě akcie za desítky miliard korun¹ a které díky těmto akciím měly vliv na značný počet českých podniků². Investičních privatizačních fondů vzniklo velké množství – jen v první vlně kuponové privatizace jich bylo založeno 439³, přičemž nyní o investičních privatizačních fondech není příliš slyšet. Kladl jsem si tedy otázku, kolik jich zůstalo do současnosti, případně jaká je jejich podoba. Zajímalo mě také jestli se naplnil záměr tvůrců privatizační strategie, nebo jestli se jim tato část privatizace v podstatě živelně vymkla z rukou. Byl jsem zvědavý, zda byly IPF v konečném důsledku přínosem pro transformaci české ekonomiky, nebo tomu bylo naopak. Jsem si vědom, že podobné otázky v sobě obsahují značnou šíři poznání a nemají tedy jednoduché odpovědi. V řadě případů není doposud utvořen názorový konsensus mezi ekonomy a uspokojivé odpovědi tedy neexistují. Přesto jsem se snažil shromáždit co nejvíce poznatků a doplnit je vlastním pohledem na danou problematiku.

¹ Tomáš Ježek uvádí ve svých publikacích *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 122) a *Zrození ze zkumavky* (s. 179) částku 192 miliard Kč

² IPF získaly v první vlně kuponové privatizace 71,3% všech investičních bodů a ve druhé vlně 63,5% - Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 21)

³ Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 4)

Co je a co není cílem této práce?

Ve své bakalářské práci chci především zkoumat vývoj investičních privatizačních fondů, a to od myšlenkového zázemí jejich vzniku, přes faktory, které ovlivňovaly jejich rozvoj, až po jejich současnou podobu. Na jednotlivé jevy se budu snažit nahlížet v souvislostech a zasazovat je do širších rámců. Je tedy možné, že v některých ohledech nebudu zacházet do přílišných detailů. Naopak se budu snažit i o mezinárodní srovnání v případech, kdy se dají pozorovat rozdíly v privatizačních strategiích s následnými různými výsledky. Rozsah mé práce bohužel nedovoluje zabývat se všemi podrobnostmi, a zejména v pasážích o makroekonomickém srovnání výchozích pozic transformačních ekonomik a myšlenkovém zakotvení privatizace a privatizačních fondů nemohu zaručit, že můj text zachycuje odbornou diskusi k danému tématu v celé šíři. Na druhou stranu, tyto části textu netvoří jádro mé práce a mají sloužit spíše jako určitý nástin pozadí, na kterém se děje spojené s privatizačními fondy odehrávaly. Zároveň si nečiním ambice na vytvoření komplexní publikace o investičních privatizačních fondech v České republice, protože tato problematika je natolik složitá a spletitá, že zachycení všech jevů spojených s privatizačními fondy míří výrazně nad rámec bakalářské práce. Mou snahou je tedy pouze dílčím způsobem přispět ke zmapování fenoménu privatizačních fondů.

Struktura

Svou práci bych podle zaměření rozdělil na tři části. První část (kapitoly 1, 2) se snaží vystihnout a popsat stav privatizační reality v devadesátých letech, případně srovnává možné alternativy. Hlavní témata zde budou:

- stav hospodářství střeoevropského regionu po roce 1990 – z toho plynoucí východiska privatizace
- srovnání teoretických přístupů k postupu privatizace
- popis zvolené strategie se zdůrazněním úskalí, která se v průběhu času objevila

Tato část se bude nejvíce snažit o zachycení širokých souvislostí. Je také důležitá pro souhrnné pochopení privatizačních dějů.

Druhá část (kapitoly 3 – 7) je zaměřena na samotný vývoj privatizačních fondů od jejich zakládání po současný stav, přičemž zohledňuji i vliv legislativních podmínek, které

představují klíčový faktor rozvoje a správné funkce kapitálového trhu, jehož součástí privatizační fondy samozřejmě jsou.

Ve třetí části (kapitoly 8, 9) se pokusím o zhodnocení privatizačních fondů, a to jednak v podobě mého subjektivního názoru na naplnění očekávání tvůrců privatizačních strategií, a dále jsem se snažil získat názory určitého vzorku ekonomů, kteří fenomén investičních privatizačních fondů buď pomáhali vytvářet, nebo jej dlouhodobě pozorují.

1. Privatizace v České republice

Za první základní krok v mé bakalářské práci považuji potřebu zevrubně popsat v jaké situaci se česká (československá) ekonomika nacházela v roce 1990. Tento rok pokládám za výchozí bod, ve kterém se začaly otevřeně vytvářet transformační strategie⁴ a který v sobě spojoval stále ještě plně centrálně řízenou ekonomiku s novým reformním přístupem. Opět připomínám, že rozsah mé práce nedovoluje rozvést všechny podrobnosti procesu privatizace, nehledě na neuzavřenost odborných diskusí, které se vztahují k tomuto tématu. Tato kapitola má sloužit pouze pro zasazení procesu privatizace a vzniku privatizačních fondů do širších souvislostí.

Oblasti, na které se v této kapitole zaměřím:

- charakter ekonomiky
- vývoj HDP
- vývoj nezaměstnanosti
- vývoj inflace

1.1. Výchozí stav

Hlavním rysem českého (československého) hospodářství na začátku devadesátých let je téměř absolutní vliv státu na ekonomiku. V poslední dekádě komunistické vlády tvořily státní podniky 96,7 HDP⁵. Taková míra státního vlivu na hospodářství je neobvyklá i pro socialistické ekonomiky východního bloku. Když zůstaneme ve středoevropském regionu a srovnáme situaci s Polskem a Maďarskem, musí nás překvapit rigidita československých socialistických vlád v oblasti ekonomiky. V Polsku a Maďarsku komunistické vlády buď nezestátnily všechno soukromé vlastnictví (zejména v oblasti drobného zemědělství, řemesel a služeb), nebo se snažily různou mírou reformních kroků vnést do ekonomiky tržní prvek a učinit ji tak konkurenceschopnější. Naopak v Československu bylo soukromé vlastnictví zestátněno do nejvyšší možné míry a po trpkých zkušenostech komunistů s uvolňováním moci

⁴ Nerad bych ovšem opomenul program ekonomické reformy *Československo na rozcestí* – edice Archa 1990, který byl vytvořen pře listopadem 1989 a jiných, převážně v zahraničních kruzích vymyšlených strategií. Ovšem diskuse na vládních a ministerských úrovních, které měly nějaké praktické dopady, se logicky začaly vést až po listopadu 1989

⁵ Mejstřík, Marcinčin, Laštovička: *Privatization and opening the capital markets in the Czech and Slovak republics* (s. 2)

strany v šedesátých letech nebyla k jakýmkoli reformám v osmdesátých letech žádná velká vůle. Tato situace s sebou nesla pozitivní i negativní vliv. Nesporně pozitivní byl fakt, že komunistické zřízení předávalo zemi nové vládě bez jakýchkoli významnějších zahraničních dluhů. Tomáš Ježek stav československé ekonomiky konce osmdesátých let popisuje takto: „*Meze možností socialismu bylo dosaženo ve stavu rovnováhy a socialismus se v Československu provozoval jako velmi spořádaný úpadek.*“⁶ V tomto ohledu mělo tedy Československo po makroekonomické stránce počáteční výhodu. To je v ostrém kontrastu se situací v Maďarsku a zejména v Polsku, kde se tamní komunistické vlády výrazněji zadlužovaly v zahraničí, což citelně stěžovalo situaci ekonomických reformátorů.

Velice pozitivní je i fakt, že v Československu osmdesátých let nedocházelo k takovým politickým otřesům jako v Polsku. Na druhou stranu je třeba zdůraznit zejména velice záporný vliv socialistického zřízení na soukromou ekonomickou iniciativu obyvatelstva a značnou deformaci institucionálních struktur, které svým charakterem nemohly požadavkům tržní ekonomiky vyhovovat. Zkušenost občanů Československa s drobným podnikáním byla přetržena na výrazně delší dobu a výrazně hrubším způsobem než například v Maďarsku a Polsku (již zmiňované soukromé zemědělství a řemesla), což představovalo určitou počáteční nevýhodu Československa vůči těmto zemím. Maďarsko mělo navíc za sebou dvacet let budování reform tržního socialismu a zkušenosti s reformami, byť neúspěšnými, mělo i Polsko. Logickým důsledkem byla nutnost vybudovat důvěru českého obyvatelstva v tržní principy prakticky od základu, nutnost změnit pracovní návyky, nutnost značně deetatizovat rozhodování v ekonomice a zpřísnit rozpočtová omezení státních podniků. Velké změny musely nastat i v oblasti práva, kdy privatizací státních podniků a vznikem velkého množství nových soukromých subjektů vznikala tlak jednak na vytváření nové legislativy a také především na její vynucování. Bohužel je nutné konstatovat, že zejména oblast pokrytí nových jevů právní úpravou a její efektivní vynucování zaostávala za rychle se měnící ekonomickou skutečností.

Dalším fenoménem byla nutná restrukturalizace ekonomiky. F. A. Hayek a L. Mises viděli základní chybu centrálně plánovaných ekonomik spočívající v jejich neefektivitě již v třicátých letech dvacátého století. Pro ilustraci uveďme jeden Hayekův výrok za všechny: „*Měli bychom očekávat, že dojde k nadměrnému rozvoji jedněch odvětví, s vynaložením nákladů, které neodpovídají potřebnosti zvýšené produkce, a měli bychom být svědky nekontrolovatelných ambicí inženýrů aplikovat nejnovější vývoj z jiných oblastí bez ohledu na*

⁶ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 12)

to, zda je to ekonomicky vhodné.“⁷ Tuto domněnku velice výmluvně dokládají statistiky výše vyprodukovaného HDP na jednotku spotřebované energie, kde je jasně vidět neefektivnost centrálně plánovaných ekonomik⁸. Jiří Jonáš uvádí, že v centrálně plánovaných ekonomikách je podle některých odhadů podíl průmyslové výroby až o jednu třetinu vyšší než v klasických tržních ekonomikách na podobném stupni vývoje⁹. Hayek vidí příčinu tohoto jevu v absenci volného cenového mechanismu. Je tedy zřejmé, že jedním z prvních kroků reformátorů ekonomiky musela být liberalizace cen, decentralizace rozhodování a ponechání neefektivní výroby přirozenému zániku. Konkrétními daty se budu zabývat v dalším textu, nyní pouze podotýkám, že určitá míra byť někdy kruté transformační recese, spojené s nutnou restrukturalizací výroby, byla společná pro všechny transformující se ekonomiky.

Nyní pojďme k makroekonomickým údajům. Má práce sice má za cíl zabývat se investičními privatizačními fondy, ale následující makroekonomická data nám dávají možnost vidět transformační reformy v souvislostech. Aby náš pohled mohl být širší a abychom mohli porovnat různé transformační přístupy, budou nám za příklad sloužit čtyři středoevropské země – Česká republika, Slovensko, Maďarsko a Polsko. Snažil jsem se o co největší časové rozpětí – opět kvůli co nejlepší možnosti získání komplexního pohledu, takže data zahrnují většinou období od roku 1980 do roku 2008.

Co se týče odlišností v použitých transformačních strategiích těchto zemí, uveďme ty nejzákladnější. Obecně se v devadesátých letech široce řešila otázka takzvané šokové terapie nebo gradualistické cesty¹⁰. Podotýkám, že Maďarsko bylo pokládáno za prototyp gradualismu, zatímco Česká republika a Polsko stojí na opačné straně škály, tedy transformace jejich ekonomik byly považovány za model „šokové terapie“. Toto kategoriální rozdělení ovšem není správné, neboť transformační strategie každé země v sobě obsahovala směs jak šokových, tak gradualistických prvků. Když si situaci jednotlivých zemí rozebereme postupně (a příslušné grafy nám to dokreslí), tak vlády Polska a České republiky zvolily cestu rychlé – šokové liberalizace cen. Naproti tomu Maďarsko bylo pod sociálním tlakem nuceno uvolňovat ceny postupně. V grafech 1a,b,c ostatně vidíme jak prudkou polskou hyperinflaci

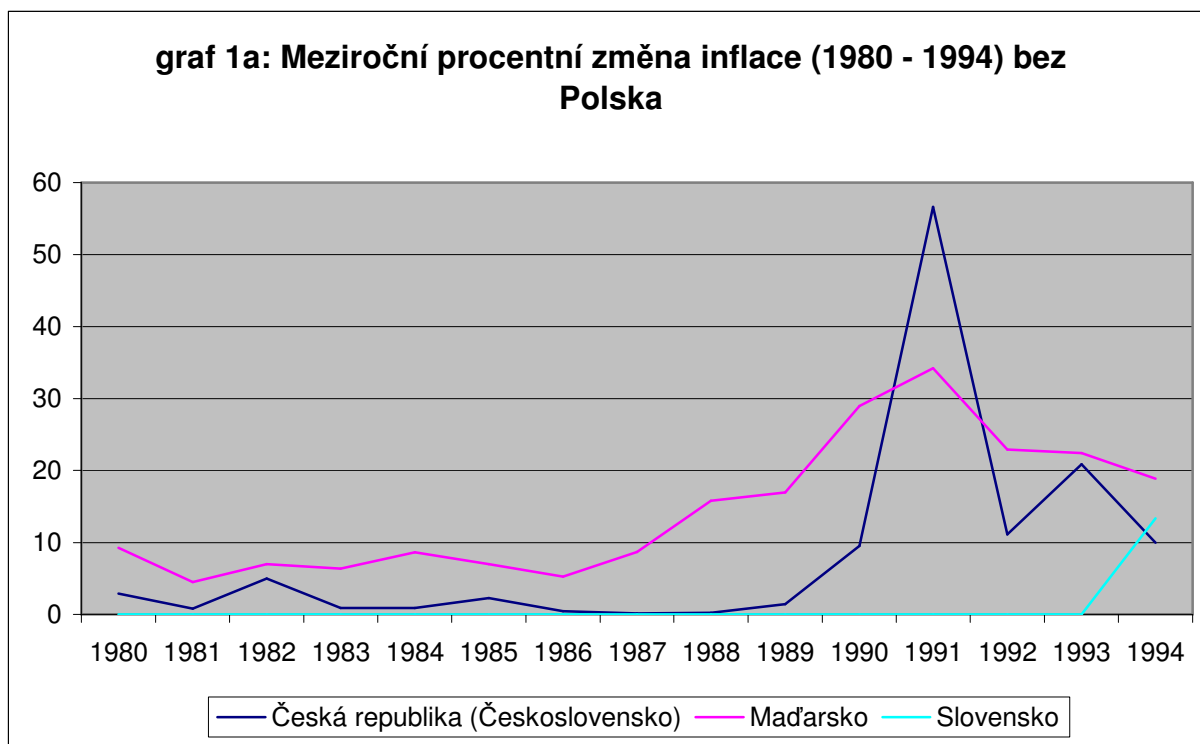
⁷ F. A. Hayek: *Collectivist Economic Planning* – přetištěno v *Individualism and economic Order*, University of Chicago Press 1980, s. 150. Tato citace je převzata z publikace: J. Jonáš: *Ekonomická transformace v České republice, makroekonomický vývoj a hospodářská politika* (s. 9)

⁸ tuto problematiku detailně popisuje Jiří Jonáš v publikaci *Ekonomická transformace v České republice, makroekonomický vývoj a hospodářská politika* (například strana 12)

⁹ J. Jonáš: *Ekonomická transformace v České republice, makroekonomický vývoj a hospodářská politika* (s. 27)

¹⁰ více například v publikaci Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (od s. 14)

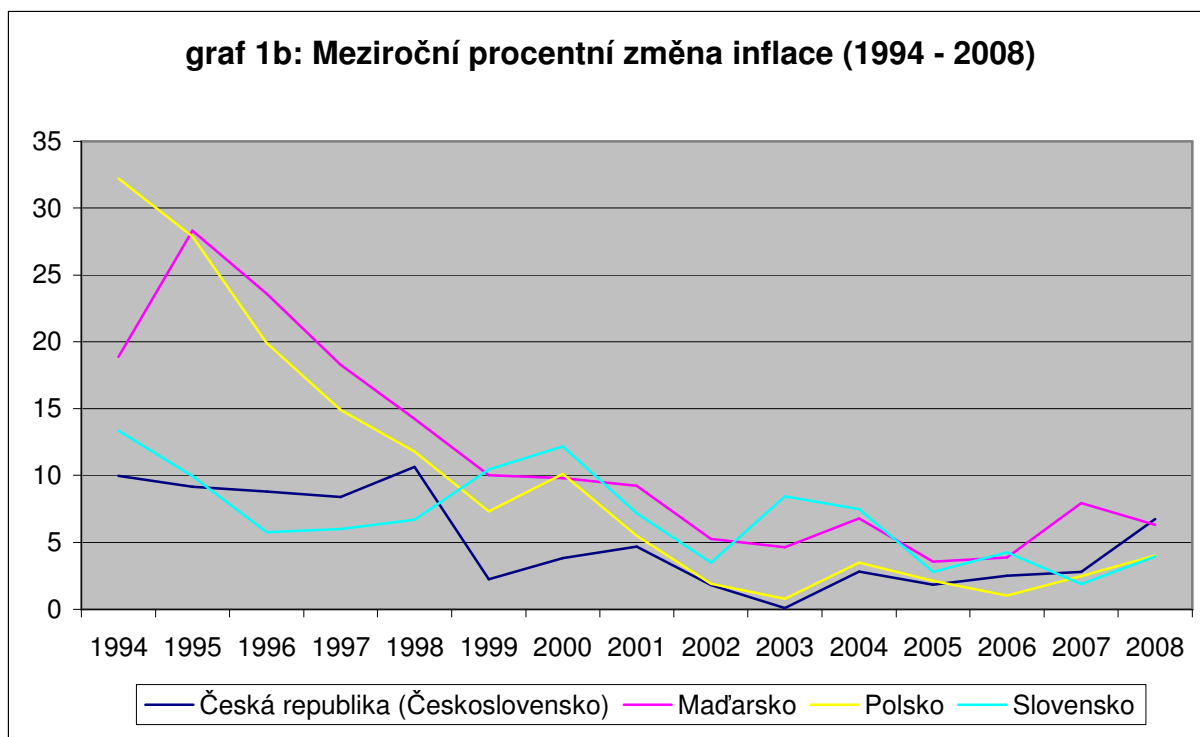
(která byla pádným důvodem pro skokové uvolnění cen), tak grafické znázornění české plánované liberalizace, tak i dlouhodobou vyšší inflaci v Maďarsku. Tento přístup maďarské vlády logicky vedl k vyšším inflačním expektacím a tím i k vyšším transakčním nákladům pozvolné liberalizační cesty¹¹. Zdá se, že šoková cesta je v tomto ohledu lepší, ale zároveň je nutné zdůraznit, že ekonomie se v případě Maďarska musela podřídit politickému tlaku.



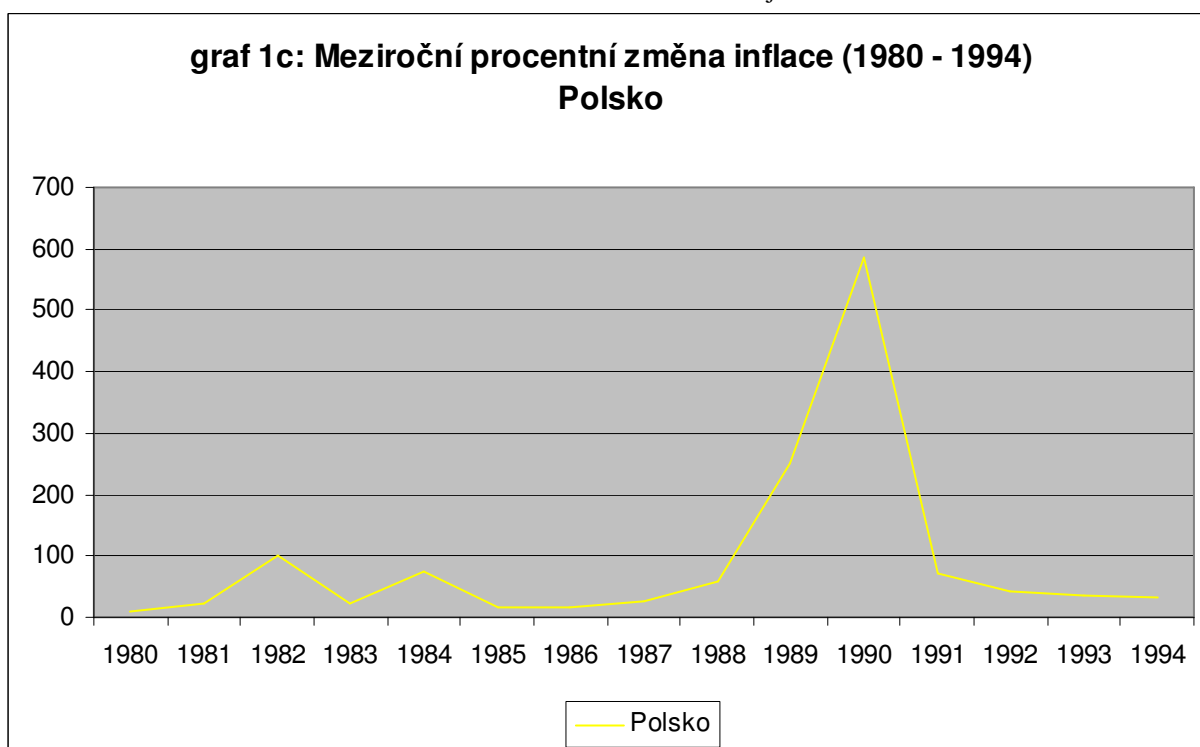
zdroj: data Mezinárodního měnového fondu¹²

¹¹ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (od s. 24)

¹² <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>



zdroj: data Mezinárodního měnového fondu¹³



zdroj: data Mezinárodního měnového fondu¹⁴

Naopak pozvolnější strategii zvolily Česká republika, Maďarsko a Polsko v oblasti liberalizace běžného účtu platební bilance. Ve všech třech jmenovaných ekonomikách byl

¹³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>

¹⁴ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>

zaveden systém omezené konvertibility měny, který doplňovala další administrativní opatření, aby se předešlo tlakům na stabilitu měny.

Další, pro tuto práci velice důležitou oblastí, je téma insolvenčního práva. V pozdějších kapitolách se budu následkům „měkkého omezení“ daného benevolentním zákonem o konkurzu věnovat více, pro tuto chvíli si ale povšimněme propastného rozdílu v nezaměstnanosti středoevropských transformačních ekonomik (graf 2). V oblasti insolvenční legislativy můžeme naopak Maďarsko považovat za představitele velice tvrdého, šokového přístupu. Maďarský parlament přijal velmi přísné zákony o konkursu v případě insolvence podniků, které začaly okamžitě čistit trh od slabých a nevýkonných subjektů. Dovolím si zde volně citovat z publikace erudovanějších autorů¹⁵, kde jsou uváděny dopady maďarského zákona o konkursním řízení, platícího od ledna 1992. Jeho drastičnost spočívala v tom, že dlužník, který se opozdil se splátkou svého dluhu o více než 90 dnů, byl sám (!) povinen ohlásit konkurz. Výsledkem bylo 4231 konkurzů a dalších 10620 návrhů na likvidaci již v prvním čtvrtletí roku 1992. Profesor Kouba uvádí, že toto opatření postihlo 17 procent zaměstnanosti v Maďarsku, 14 procent produkce a 26 procent exportu¹⁶. Polská cesta v této oblasti byla rovněž rázná – zákon o konkurzech byl přijat v roce 1991. Nutno podotknout, že systém konkurzů zavedený tímto zákonem byl na rozdíl od české verze plně funkční. Dalším krokem v Polsku byl zákon o restrukturalizaci dluhů z roku 1993. Polsko zažilo stejnou zkušenost jako Česká republika, kdy dluhy podniků ohrožovaly křehký bankovní sektor. Reakce státu spočívala v sanaci bank, kdy byla zároveň určena tvrdá pravidla pro použití finančních prostředků. Banky tím byly nuceny striktně rozlišovat mezi perspektivními podniky, kterým byly poskytnuty další úvěry, a mezi nevýkonnými podniky, které byly poslány do konkurzu¹⁷. Česká realita byla naopak na straně gradualistické cesty kombinované s měkkým rozpočtovým omezením. Zákon o konkursu a vyrovnání¹⁸ byl přijat rovněž v roce 1991, ale byl v něm zakotven tzv. omezující režim na dobu 18 měsíců. To tedy znamenalo, že očištění trhu od nevýkonných podniků bylo minimálně na rok a půl odloženo. Píši minimálně, protože tato doba byla zřejmě ještě delší - kvůli nedokonalosti konkurzního zákona

¹⁵ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 58, 59)

¹⁶ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 58) – zde převzato z: OECD Economic Surveys Hungary, 1993 (s. 83-84)

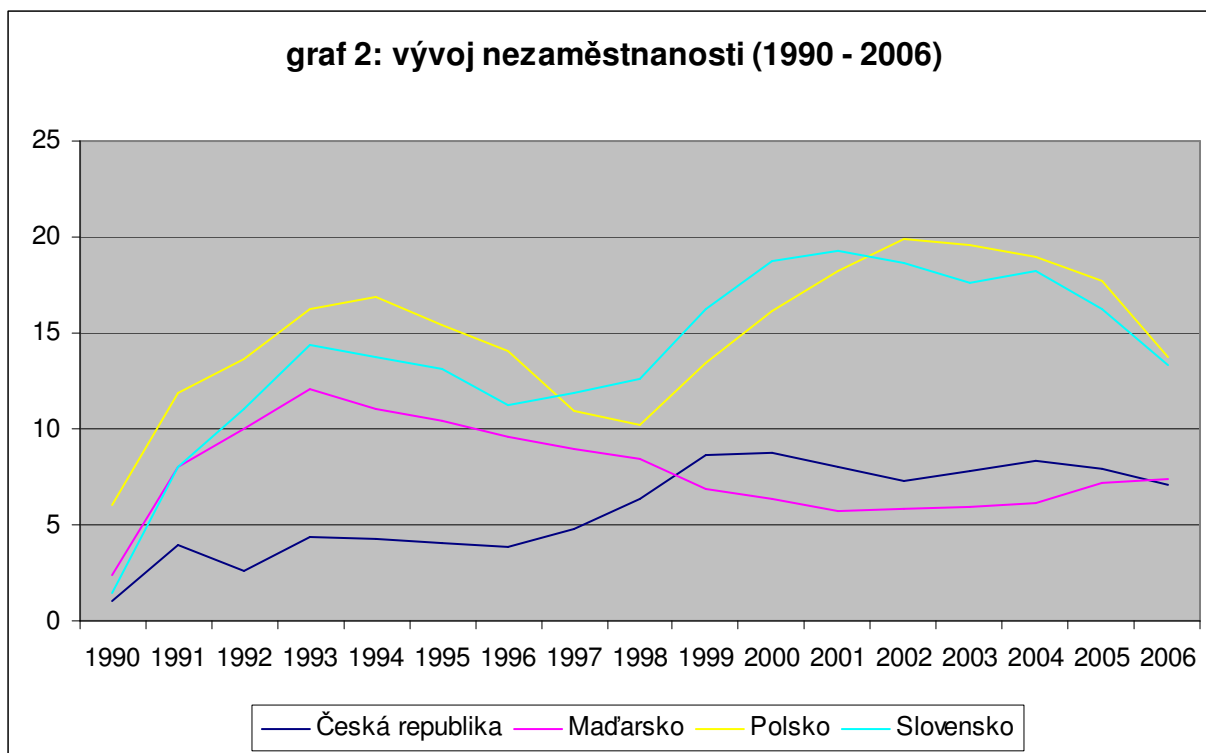
¹⁷ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 58) – zde převzato z: OECD Economic Surveys Poland, 1993 (s. 20, 119)

¹⁸ Zákon č. 328/1991 Sb.

(minimálně dvacetkrát novelizován), přičemž jeho účinnost byla značně rozmělněna¹⁹. Navíc je možné tvrdit, že nastavení měkkých parametrů v oblasti konkursních řízení bylo přímo součástí transformační strategie české vlády. Ta se obávala sociálních a politických následků zavírání většího množství podniků a s tím spojené vyšší míry nezaměstnanosti. Nutila tedy banky (stále ještě kontrolované státem) financovat i neefektivní a ztrátové podniky v záměru udržet zaměstnanost. Toto tvrzení podporuje citát z knihy Jiřího Jonáše: „*Václav Klaus v rozhovoru pro Lidové Noviny v prosinci 1998 uvedl, že jeho vláda vědomě odkládala privatizaci bank, aby mohly fungovat jako nástroj průmyslové politiky státu a poskytovat podnikům úvěry i tehdy, kdy by je soukromá, zisk maximalizující banka neposkytla. Václav Klaus doslova uvedl: „Šlo o naprosto praktickou obavu, že se zprivatizovaná banka začne chovat velmi obezřetně“*²⁰. Zde bych rád poznamenal, že dle mého názoru byla transformační strategie v České republice celkově zatížena silnou provázaností státních institucí, soukromých institucí a zprivatizovaných podniků. Jak bude patrné v pozdějších kapitolách, právě investiční privatizační fondy, které byly založeny polostátními bankami, tvořily spojnici, díky které zůstaly mnohé zprivatizované podniky ve své podstatě ve vlastnictví státu, respektive pod jeho zprostředkovaným vlivem. Tento stav spoluvytvářel podmínky pro nedostatečnou a odloženou restrukturalizaci ekonomiky, o které svědčí i vývoj HDP (graf 3b), kdy v letech 1997/98 došlo v České republice k recesi, a také graf 2 zachycující rozdílný vývoj nezaměstnanosti v transformujících se ekonomikách. V zájmu objektivitě však musím dodat, že o příčinách recese v letech 1997/98 se stále vedou spory a diskuse tedy není uzavřená. Tato záležitost se také stala předmětem politických debat a argumentace je z toho důvodu mnohdy ideologicky zatížená. Také není realistické tvrdit, že ekonomické zpomalení v druhé polovině devadesátých let mělo pouze jedinou příčinu v nedostatečné restrukturalizaci ekonomiky. Mezi další možná vysvětlení, o kterých se diskutuje, patří například chybně nastavená politika směnného kurzu a další.

¹⁹ více o vlivu konkursů na transformaci viz Kouba, 1992c; 1993; *Acta Universitatis Carolinae. Oeconomica. 1/1992: Konkurzní řízení*

²⁰ Jiří Jonáš: *Světová ekonomika na přelomu tisíciletí* (s. 49) – Václav Klaus zde citován z Lidových novin, 18.11.1998 (s. 15)



zdroj: Jiří Jonáš²¹ + data OECD²²

Jiným charakteristickým rysem každé transformační strategie je způsob naložení s obrovským státním majetkem centrálně plánovaných ekonomik. Privatizace tohoto majetku byla jedním ze základních pilířů tzv. Washnigtonského konsenzu, který se dá ve zkratce vyjádřit jako doporučení co nejrychlejší stabilizace, liberalizace a deregulace²³. Čtyři středoevropské země nám opět přináší dostatečnou šíři různých řešení. Zatímco se Česká republika vydala cestou masové privatizace státních podniků do rukou velkého množství obyvatel a následné vytvoření jednotlivých správčovských privatizačních struktur ponechala na tržních silách, tak Polsko zvolilo úplně jinou cestu spočívající v založení malého počtu (15, respektive 14) privatizačních fondů státem, jejichž akcie (nikoliv akcie privatizovaných podniků) dále nabízelo k volnému obchodování. Slovensko má podobné zkušenosti jako Česká republika, ovšem s tím rozdílem, že další vlny kuponové privatizace byly slovenskou vládou po rozdělení ČSFR k 1.1.1993 zastaveny. Výsledkem bylo větší množství majetku v rukou státu, který se posléze privatizoval jinými cestami. Dalším příkladem je Maďarsko se svou zkušeností „spontánní privatizace“. Záměrně zde nerozvíjím další diskusi o jemnějších detailech privatizačních strategií, protože hluboká komparace privatizačních metod

²¹ Jiří Jonáš: *Ekonomická transformace v České republice – makroekonomický vývoj a hospodářská politika* (s.45) – zde citovány data z EBRD (1995), ČSÚ, SSÚ

²² <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>

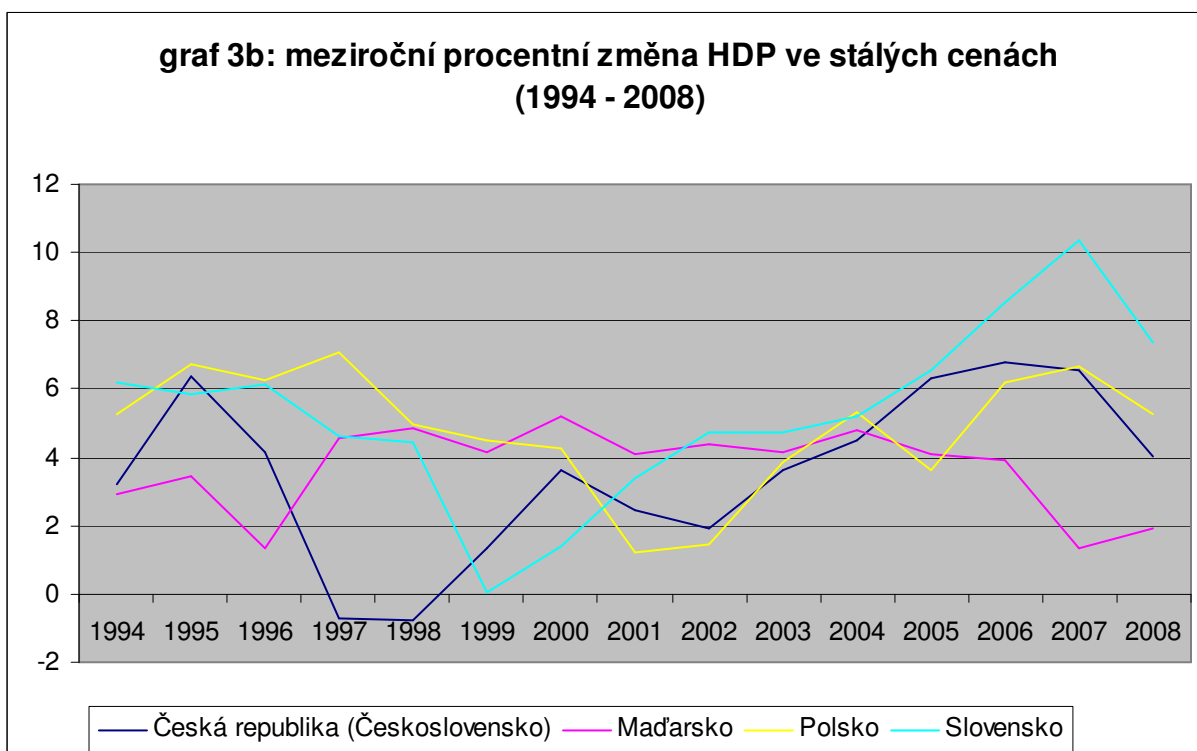
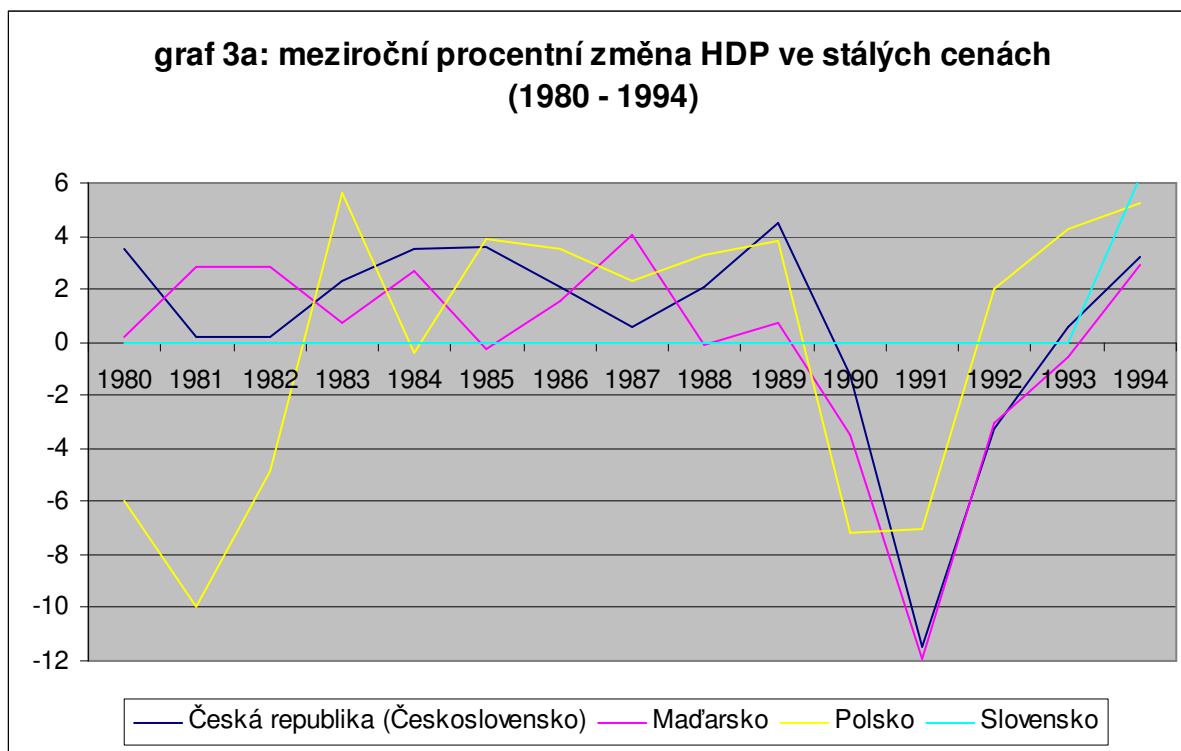
²³ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 20) – zde odkaz na Rolland, 2000

jednotlivých zemí ani není cílem mé práce a signifikantní případy jednotlivých důležitých rozdílů budou zmíněny v dalších kapitolách.

Poslední část této kapitoly o makroekonomickém zhodnocení privatizace věnujme bližšímu pohledu na vývoj HDP v čase. Sledované období v našem případě začíná již v roce 1980 - především kvůli situaci v Polsku - a pro komplexnost ekonomického pohledu končí současností. Graf 3 o ročních procentuálních změnách HDP je pro přehlednost rozdělen na dvě období, tedy mezi roky 1980 – 1994 (graf 3a) a 1994 – 2008 (graf 3b).

Počátek osmdesátých let byl pro polskou ekonomiku dobou se značnými turbulencemi. Jednak musela ekonomika překonat dluhovou krizi a zároveň se k ekonomickým problémům přidaly i problémy politické. To ostatně vidíme právě z vývoje polského HDP. Můžeme se ovšem domnívat, že transformační recese se v případě Polska rozdělila na dvě období a problémy na začátku osmdesátých let paradoxně zmírnilly transformační šok v devadesátých letech. Po roce 1990 se totiž polská ekonomika nepropadla tolik jako ekonomiky ostatních zemí, naopak rostla silněji než ostatní. Českou a slovenskou ekonomiku zase po slibném počátečním růstu zastihuje recese v letech 1997/98 respektive 1999, která se v ostatních dvou zemích – Maďarsku a Polsku - nijak neprojevuje. Důvodem zřejmě byly (mimo jiné – viz výše) nedotažené reformy českých a slovenských vlád z období první poloviny devadesátých let a s tím spojená nižší (byť méně drastická a sociálně – politickým tlakům více vyhovující) restrukturalizace průmyslu. Zejména v České republice se v druhé půli devadesátých let projevilo spojení státních bank s privatizovanými podniky a privatizačními fondy, které mělo za následek poskytování dalších a dalších prostředků neefektivně fungujícím podnikům a odložené očištění trhu²⁴. Toto odložené očištění trhu s sebou samozřejmě neslo i vyšší náklady, jejichž explicitní část můžeme vidět v obrovských prostředcích vynaložených na sanaci českých státních bank před jejich privatizací na přelomu tisíciletí.

²⁴ Více k tomuto tématu například v pracích Evy Kreuzbergové: *Banking Socialism in Transition: The case of the Czech republic* – uveřejněno v *Global Business and Economics Review, Special Issue on Transition, Vol.8, No. 1/2*; nebo Eva Kreuzbergová: *Dismantling banking socialism in the Czech republic*, *Public Policy and Forward Studies PPF-006, ISSN 1801 - 5999*

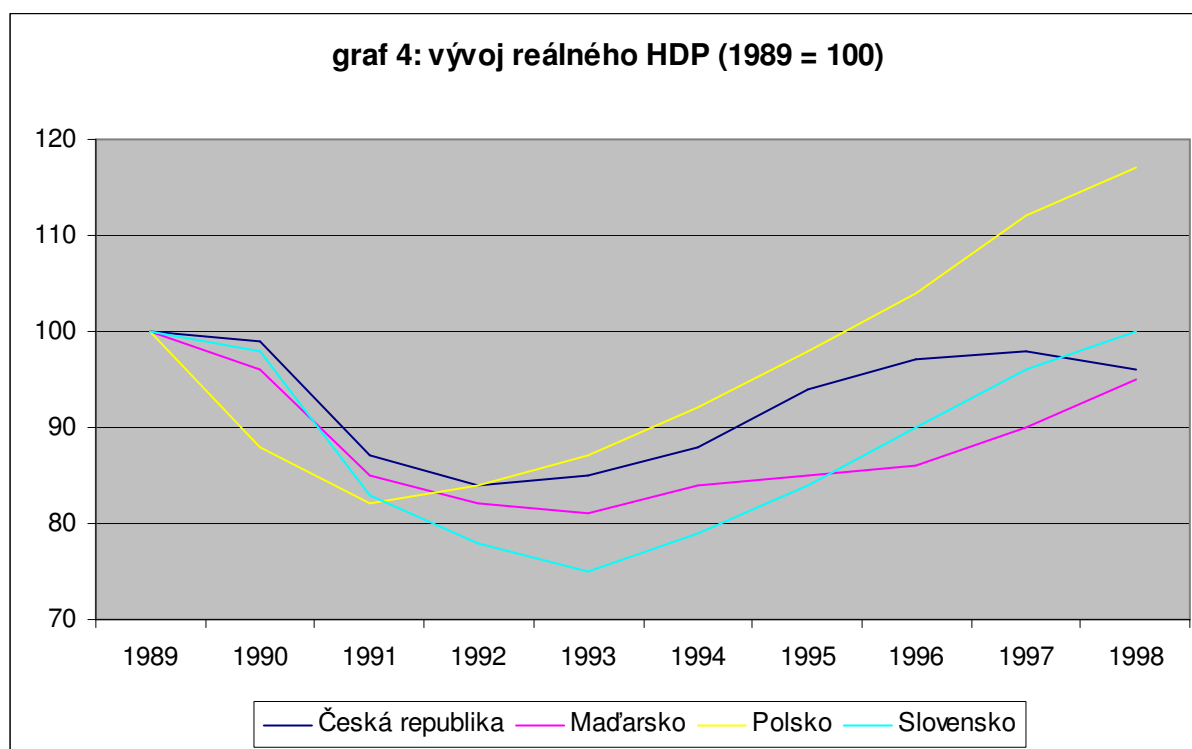


Dalším grafem, který se vztahuje k HDP, je graf vývoje reálného HDP, kdy za výchozí bod je brán rok 1989 (graf 4). Zde vidíme, že právě Polsko se dostalo nejrychleji a s největší

²⁵<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>

²⁶ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>

dynamikou zpět nad výchozí úroveň. Oproti tomu křivka pro Českou republiku jasně odráží krizi let 1997/98. Fakt, že většina zemí ještě kolem roku 1998 nedosahovala úrovně reálného HDP roku 1989, vypadá na první pohled děsivě, ale je třeba si uvědomit, že v průběhu devadesátých let prošly bývalé centrálně plánované ekonomiky značnou restrukturalizací - jakýmsi procesem Schumpeterovské „tvořivé destrukce“. Výsledkem tohoto procesu bylo, že i ekonomika o menším rozsahu byla schopna lépe uspokojovat potřeby spotřebitelů a měla lepší, přirozeněji vyvinutou strukturu. Řečeno s Hayekem, centrálně plánovaný *taxis* musel odumřít v zájmu přirozeně se vytvářejícího *cosmos*. Tato hayekovská úvaha by šla rozvést i na proces vytváření tržních institucí v průběhu devadesátých let, kdy představa, že transformaci v rozsahu celých ekonomik provedou vlády podle předem daného detailního plánu bez jakýchkoli přehmatů a selhání, je značně nereálná. Jak budou dokazovat pozdější kapitoly, v průběhu transformace došlo ke značným ztrátám i ke značnému objemu nelegální činnosti zejména v oblasti hospodářské kriminality. Akumulace kapitálu tedy nebyla vždy v souladu s „běžným“ procesem ve vyspělých ekonomikách. Na druhou stranu chci zdůraznit svůj názor, že podle vývoje viditelného bohatství obyvatelstva České republiky i podle vývoje HDP byl proces transformace české ekonomiky plánu v tržní ekonomiku západního typu celkově velice úspěšný.



zdroj: J. Jonáš²⁷

²⁷ J. Jonáš: *Světová ekonomika na přelomu tisíciletí* (s. 13)

2. Teoretická a názorová východiska tvůrců českých privatizačních strategií a jejich vliv na výslednou podobu privatizace

V této kapitole bych se rád blíže věnoval několika koncepcím české transformace, o kterých se v průběhu diskusí počátku devadesátých let jednalo a uvedl tak širší pozadí vzniku investičních privatizačních fondů a rozsahu kuponové privatizace. Tyto koncepce se pokusím nastínit i s jejich názorovým zakotvením. Rád bych ovšem opětovně upozornil, že detailní studium jednotlivých názorových skupin a jejich návrhů překračuje rámec této práce a tudíž se tato kapitola spíše snaží přinést celkový popis situace v hrubých rysech.

2.1. Schématické rozdělení transformačních strategií

Různé koncepce ekonomické transformace můžeme v principu rozdělit do několika okruhů:

- koncepce pocházející ze zahraničí
 - čeští exiloví ekonomové (reprezentovaní zejména Janem Švejnarem)
 - struktury mezinárodních ekonomických institucí (především Světová banka a Mezinárodní měnový fond)
- okruh ekonomů kolem české vlády
- okruh ekonomů kolem federální vlády

V úvodu předesílám, že idea vzniku investičních privatizačních fondů vzešla z federálního ministerstva financí, tedy z okruhu ekonomů federální vlády²⁸. Tento krok byl odpovědí na hrozbu vzniklé použitím kuponové privatizace, zejména na hrozbu přílišné rozptýlenosti akcionářů. Pojdme si ale nejdříve připomenout cestu k výsledné privatizační strategii rozebráním jednotlivých názorových okruhů.

²⁸ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 163)

2.1.1. Koncepce s původem mimo Českou republiku

Nejprve se budeme zabývat vlivem zahraničních struktur. V první řadě je třeba zdůraznit, že mezinárodní vliv formoval zejména myšlenkové zakotvení autorů strategie české transformace. Po viditelném selhání teorie centrálně plánované ekonomiky se čeští ekonomové přiklínili k neoklasickému mainstreamu, přičemž řadu odpovědí na své otázky a množství přesných vyjádření podstaty problémů socialistických ekonomik nacházeli v pracích představitelů tzv. Rakouské školy – zejména Ludwiga von Misesa a Friedricha Augusta von Hayeka²⁹. V étosu doby je také znát silný akcent na přirozeně vytvořený řád a spontánní tržní síly, které budou jedinou správnou cestou transformace. Převažuje tedy odpor k větším regulacím z centra nebo k selektivnímu provádění privatizace státním aparátem.

Přínos mezinárodních ekonomických institucí byl dle mého názoru nižší než by se mohlo zdát. Důvodem tohoto mého tvrzení je fakt, že dle mých informací nebyly před rokem 1990 vypracovány podrobné strategie přechodu centrálně plánovaných ekonomik na ekonomiky tržní³⁰. Není ovšem pravda, že by se koncem 80. let v mezinárodní ekonomické obci o tématu privatizace nediskutovalo. Mimo to byly v 70. a 80. letech vytvořeny strategie pro privatizaci zejména latinskoamerických ekonomik, ale struktura hospodářství těchto států byla odlišná od příkazových ekonomik východního typu. Latinskoamerické diktatury ponechávaly svým ekonomikám daleko více svobody, ceny měly vypovídací hodnotu a nebylo třeba výrazně měnit institucionální a legislativní prostředí. Nicméně z doporučení pro země Latinské Ameriky vycházel tzv. Washingtonský konsensus (vypracovaný v součinnosti s Mezinárodním měnovým fondem a Světovou bankou), který obsahoval minimální množství opatření v politické a hospodářské oblasti nutných k rozvoji deformovaných ekonomik. Stručně jej lze shrnout do hesla stabilizace, liberalizace, privatizace. Bohužel zde nejsou podchyceny institucionální změny v takové šíři, jak se v socialistických zemích vyskytly. Washingtonský konsensus se i přesto stal základním návodem pro transformaci v zemích východního bloku³¹, přičemž se ale nepřestává diskutovat o vhodnosti jeho použití. Dalším problematickým bodem je absence důrazu na institucionální prostředí v neoklasické ekonomii té doby. Rozvinuté instituce tržní ekonomiky se sice předpokládaly, ale nebyla rozpracována teorie jejich vývoje v prostředí, kde kvůli podstatě centrálně řízených ekonomik chyběly. Důraz na privatizaci akcentovaný ve Washingtonském konsensu spojený s malým důrazem

²⁹ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 13)

³⁰ Tomáš Mandík: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 14)

³¹ Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 20)

neoklasického mainstreamu na tvorbu institucionálního prostředí³² vedl k předpokladu, že po rychle provedeném odstátnění ekonomiky si nová vrstva soukromých vlastníků vlivem přirozených tržních sil sama vynutí vznik všech institucí, které moderní tržní ekonomika ke svému bezchybnému fungování potřebuje. Tato úvaha se ukázala jako zcela chybná, protože svým způsobem implicitně předpokládá dobrou a správnou motivaci nových vlastníků a nepočítá s možnými snahami se výhodně obohatit v prostředí institucionálního vakuua, tedy místa, kde řada činností a jednání není zakázána. Na druhou stranu, v zájmu zachování objektivit je třeba tuto úvahu lehce pootočit a zamyslet se nad tím, zda se správné institucionální prostředí přirozeně netvoří až jako reakce na různé přehmaty a selhání systému. Určitá míra podvodů a jiné kriminální činnosti je pak cenou za vznik odpovídajících institucionálních struktur.

Rád bych ještě podotknul, že privatizace obsažená ve washingtonském konsensu korespondovala se závěry českých ekonomů z konce osmdesátých let, kteří došli k přesvědčení, že klíčový prvek ke zvýšení výkonnosti české podnikové sféry je její odstátnění.

Přejdeme nyní k transformačním návrhům z okruhu exilových ekonomů. Nejvýraznějším představitelem tohoto proudu byl Jan Švejnar, který ve své práci *Strategie ekonomické přeměny Československa*, která byla zveřejněna začátkem roku 1990, představil první koncept privatizace státního majetku³³. Jeho návrhy lze shrnout do následujících bodů:

- důraz na co nejkratší, ale zároveň komplexní změnu ekonomického systému
- nutnost zvýšení tlaku vlády na efektivnost podniků v podobě podpory nově zakládaných firem a vytvoření konkurenčního prostředí
- bezúplatné převedení části akcií státem vlastněných akciových společností vytvořených ze státních podniků na konta občanů
- prodej zbytku akcií státních akciových společností domácím nebo zahraničním zájemcům

Zde tedy vidíme první návrh vytvoření akciových společností ze státních podniků a distribuci akcií občanům. Tato forma rozdělení akcií občanům, kteří o to projeví zájem, je zdůrazňována jako nanejvýš spravedlivá, s rovnými příležitostmi pro všechny. Výběr akcií by byl ponechán na uvážení občanů (zde vidíme značnou podobnost s později zvoleným systémem kuponové

³² Karel Kouba, Ondřej Vychodil, Jitka Roberts: *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace* (s. 29)

³³ Tomáš Mandík: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 17)

privatizace). Zároveň je řešen i problém správy společností tím, že distribuována je pouze část akcií podniků. O nutnosti rychlé a komplexní ekonomické reformy existovala mezi odborníky shoda. Zároveň byl akcentován i důraz na zvýšení efektivnosti podniků. Švejnar se nebránil ani prodeji celých podniků nebo jejich částí zahraničním vlastníkům.

Jan Švejnar také upozornil na určité hrozby transformačního procesu, které vyzoroval z reality ostatních transformujících se ekonomik - zejména Polska a Maďarska. Jako názornou ukázkou uvádím následující citát převzatý z práce Tomáše Mandíka³⁴: „*Dalším důležitým problémem, se kterým se v tomto období střetneme, bude potřeba zamezit či alespoň minimalizovat možnosti těch skupin osob (stranických funkcionářů různých stran, ředitelů podniků atd.), které by si mohly na základě svého výsadního postavení či alespoň monopolu na informace přisvojit majetek, jenž bude po odstranění centrální kontroly lehce zcizitelný, či dokonce ekonomické renty z něj. Toto ‚vykořisťování‘ může nabýt různých podob (koupě částí státních podniků manažery za nízkou cenu, zakládání polofiktivních společných podniků se zahraničními partnery za účelem odčerpání kapitálu z bývalého státního podniku, výkup pozemků atd.)*“. Toto varování se ukázalo jako velice oprávněné i ve sféře privatizačních fondů, kdy následkem podcenění důležitosti jasného oddělení vlastnické a správcovské role ve fondech docházelo k různým deliktům jak ve vztahu investiční fond – privatizovaná společnost, tak i v rámci fondů samotných.

2.1.2. Koncepce z okruhu české vlády

Dalším názorovým proudem, kterým se budeme zabývat a který přispěl k výsledné podobě privatizační strategie, je okruh ekonomů české vlády. Podotýkám, že následující body netvořily konkrétní schválený program, ale většinou pocházejí z jednání skupiny expertů, které se konalo v březnu 1990 ve Lnářích a jde tedy spíše o návrhy členů této skupiny k jednotlivým aspektům transformace. Příspěvky této skupiny byly následující:

- Transformační reforma má být provedena v jednom balíku opatření.
- Tento balík měl sestávat ze dvou částí – v první měly být podniky odděleny od státního rozpočtu a učiněny nezávislé na jeho subvencích. První krok také zahrnoval liberalizaci cen a celkové uvolnění ekonomického prostředí. V druhém kroku měly být státní podniky zprivatizovány.

³⁴ Tomáš Mandík: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 20), zde převzato z Jan Švejnar: *Strategie ekonomické přeměny Československa*. Praha: Lidové noviny (1990) (s. 16)

- Rád bych zmínil i koncepci Jana Vrby - českého ministra průmyslu v letech 1990-1992, který navrhoval tzv. „výběrovou privatizaci“. Ta spočívala v přímém prodeji řádově desítek státních podniků zahraničním firmám³⁵. Tento koncept byl sice oficiálně zamítnut ve prospěch kuponové privatizace a bývá zmiňován jako neuskutečněná alternativa, ale výsledná privatizační strategie zahrnovala již v první fázi i přímý prodej 60 státních firem zahraničním investorům od srpna do června 1992³⁶.

2.1.3. Koncepce z okruhu federální vlády

Okruh federálního ministerstva financí měl na výslednou strategii největší vliv. Hlavní důraz byl kladen opět na rychlost privatizace a následné zvýšení efektivity podniků. Restrukturalizace podniků měla být ponechána na nových majitelích s tím, že restrukturalizace firem by v rámci celé ekonomiky byla mimo časové, informační a finanční možnosti vlády³⁷. V této chvíli pouze poznamenejme, že původní předpoklad vlády o provedení restrukturalizace a eventuálního zvýšení kapitálu podniků po procesu privatizace novými majiteli nebyl většinou naplňován kvůli všeobecné absenci volných finančních prostředků. Ve světle skutečnosti, že přibližně 67 % akcií zprivatizovaných podniků³⁸ měly ve správě fondy, je jasné, že tyto fondy ani nemohly mít finance a personální kapacity pro rychle provedenou restrukturalizaci a efektivní řízení podniků. Návrh ekonomů kolem federální vlády se prezentoval jako radikálnější verze transformační reformy, kdy bylo zdůrazňováno, že česká ekonomika se nachází v krajně abnormální situaci a je tedy třeba použít i nestandardních metod. Místo na západě běžného selektivního prodeje jednotlivých státních podniků jednotlivým národním nebo mezinárodním investorům (s vysvětlením, že tento proces by trval příliš dlouho) byla navržena metoda kuponové privatizace, kdy budou akcie jednotlivých společností rozdány obyvatelstvu. Tento proces se v zásadě podobá návrhu Jana Švejnara, ale federální vláda se snažila o převedení co největšího množství akcií do vlastnictví obyvatelstva s odkazem, že tímto způsobem následně spontánně vznikne akciový trh anglosaského modelu. Anglosaský model předpokládá právě rozptýlenou vlastnickou strukturu, kde je dobrý chod společností zajišťován změnou kurzu cen akcií. Ceny akcií

³⁵ více v práci Tomáše Mandíka: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 22)

³⁶ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 204)

³⁷ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 83)

³⁸ můj odhad vycházející z dat uvedených v publikaci profesora Mejstříka: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 21)

špatně řízených společností klesají do takové míry, kdy je skupí investoři se záměrem změnit vedení společnosti a podnik opět přivést k zisku. Tato hrozba udržuje management v permanentním tlaku na dobré výsledky hospodaření.

Záhy se ale objevily obavy o přílišnou rozdrobenost vlastnické struktury podniků, kdy by z důvodu nedostatečných zkušeností drobných investorů anglosaský model v českých podmínkách nefungoval. Jako řešení tohoto problému bylo navrženo vytvoření podmínek pro vznik investičních privatizačních fondů³⁹. Tyto fondy měly sdružovat drobné akcionáře a vykonávat tak dohled nad výkonností zprivatizovaných podniků daleko efektivněji. Vznik fondů byl na rozdíl od jiných zemí ponechán na soukromé tržní iniciativě – této problematice se budu věnovat v následující kapitole.

Vzhledem k problematice investičních privatizačních fondů je pro nás důležité zejména téma kuponové privatizace. Návrh kuponové privatizace, tedy forma bezúplatného převodu akcií na občany, pochází z již výše zmiňované práce Jana Švejnara *Strategie ekonomické přeměny Československa*. Je ovšem vhodné zmínit, že původními autory této myšlenky byli polští ekonomové Janusz Lewandowski a Jan Szomburg⁴⁰. U této formy rozdělení státního majetku vyzdvihovali zejména masové zapojení obyvatelstva a nízké nároky na finanční zdroje obyvatelstva. Dušan Tříška uvádí⁴¹, že téma kuponové privatizace bylo poprvé diskutováno na jednání v Kolodějích 3. února 1990, kdy za hlavní autory této myšlenky v českých podmínkách lze označit trojici Ježek-Tříška-Zieleniec. Vidíme tedy, že kuponová privatizace byla součástí privatizační strategie již od samého počátku. Nelze ani opomenout roli federálního ministra financí Václava Klause, kterého lze označit za hlavního autora scénáře strategie transformace a privatizace jako přeměny vlastnických struktur. Myšlenka investičních privatizačních fondů ovšem přibyla do koncepce kuponové privatizace až později – někdy v průběhu roku 1990. Jednak panovala již uváděná obava z příliš rozdrobené vlastnické struktury zprivatizovaných firem, a dále Dušan Tříška popisuje vznik všeobecného přesvědčení na podzim 1990 o nutnosti existence zprostředkovatelů v kuponové privatizaci,

³⁹ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 163)

⁴⁰ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 44), zde převzato z: Lewandowski, Szomburg: *Uwłaszczenie jako fundamentreformy społeczno-gospodarczej*, in: *Propozycje przekształcen polskiej gospodarki, Warszawa 1989*

⁴¹ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 41)

kteří by tento proces široké veřejnosti usnadnili⁴². Příčinám vzniku fondů se budu podrobněji věnovat v dalších kapitolách.

2.2. Konečná podoba privatizační strategie

Shrňme tedy výslednou podobu privatizační strategie, která je dle mého názoru jistým kompromisem nebo souhrnem návrhů jednotlivých okruhů a pokusme se vymezit jakou část této strategie představovaly investiční privatizační fondy. Privatizace měla tedy v konečné fázi následující podoby:

- restituce
- převedení státního majetku na obce a města
- transformace družstev (zemědělských, maloobchodních, atp.)
- malá privatizace
- velká privatizace

Je třeba zdůraznit, že původní záměr privatizovat co největší část státního majetku přes kuponovou privatizaci se změnil. Částečně kvůli potřebě diverzifikace privatizačních metod a částečně díky tlaku lidu, který požadoval napravení komunistických křivd a očekával rychlé, viditelné výsledky privatizace. Z těchto důvodů byly hned v roce 1990 schváleny zákony umožňující restituce a tzv. malou privatizaci. Bohužel musím konstatovat, že údaje o hodnotě zprivatizovaného majetku jednotlivými cestami nejsou jednotné a v částkách i použitých termínech se lehce liší. Uvádím tedy všechny informace, které jsem našel a nechávám na čtenáři, aby si udělal představu sám:

- Tomáš Ježek uvádí⁴³, že v letech 1991 až 2005 bylo ukončeno 6682 privatizačních projektů, kterými byl zprivatizován majetek v účetní hodnotě 982,8 miliard korun. Z této hodnoty představovalo 18,7 % - tedy přibližně 184,4 miliard korun - restituce nebo přímé prodeje. Zbýlých 81,3 % hodnoty (798,3 miliardy korun) bylo vloženo do 1553 akciových společností nebo převedeno do již existujících 321 státních akciových společností. 50,22 % takto vzniklých akcií bylo privatizováno kuponovou metodou. Když přihlídneme k tomu, že investiční privatizační fondy získaly do své správy akcie

⁴² Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 49),

⁴³ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 127,128)

v hodnotě asi 67 %⁴⁴ celého balíku určeného na kuponovou privatizaci, vyšla by nám částka asi 268,6 miliardy korun. Tato částka představuje asi 27 % celého objemu privatizace.

- Tomáš Mandík ve své práci vychází z výpočtů Jana Mládky⁴⁵, které tvrdí, že celá privatizace zahrnovala majetek za cca 1200 miliard korun, přičemž restituce, malá privatizace, převod majetku na municipalitu a transformace družstev byly v hodnotě přibližně 730 miliard. Na kuponovou privatizaci pak zůstává cca 470 miliard a podíl IPF by tedy byl asi 315 miliard. Celkový procentuální podíl by pak byl 26,25 %, což se blíží údajům Tomáše Ježka.
- Jako třetí zdroj informací uvádím tabulku z diplomové práce Ivana Vrhela, kde po drobných výpočtech dojdeme opět k závěru, že hodnota majetku zprivatizovaného přes fondy dosahovala částky přibližně 230 miliard korun, tedy zhruba 30% hodnoty privatizovaného majetku.

tabulka 1: Podíly jednotlivých privatizačních metod podle Vrhela		
metoda převodu vlastnictví	počet jednotek	hodnota v mld. korun
pomocí kuponů	1664	343
zahraniční investoři	92	14,02
domácí investoři	148	13,52
Restituce	192	2,54
Fond nár. majetku - dočasné	602	139,01
Fond nár. majetku - permanentní	49	0,65
finanční zprostředkovatelé	103	12,04
obce a kraje	416	96,78
Ostatní	N/A	130,9

zdroj: Ivan Vrhel⁴⁶

- Další údaje jsem získal z materiálů Komise pro cenné papíry, kde je hodnota majetku, který prošel přes kuponovou privatizaci, určena na 320 miliard korun s tím, že přibližně 60 % získaly privatizační fondy. Hodnota akcií ve fondech je při 60 % 192

⁴⁴ vlastní výpočet na základě údajů v publikaci Michala Mejstříka: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 11,21)

⁴⁵ Tomáš Mandík: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 39), zde převzato z Jan Mládek: *Voucher Privatisation in the Czech Republic and Slovakia*. In: Mass Privatisation. An Initial Assessment. Paris, Organisation for Economic Cooperation and Development, 1995

⁴⁶ Ivan Vrhel: *Vznik a vývoj českého kapitálového trhu*, diplomová práce na Institutu ekonomických studií, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy (2004), zde převzato z Jan Hanousek: *Asymetry and the Voucher Scheme : Wait-and-See and Win. The Czech Voucher Privatization, CERGE-EI, Prague, Proceedings of the Workshop: Institutional Reform and Political Economy of european Integration*

miliard korun, při 67 % pak přibližně 215 miliard korun⁴⁷. Pro další práci se budu řídit právě tímto zdrojem, tedy jako hodnotu majetku, který po kuponové privatizaci skončil v rukou fondů, budu brát částku 192 miliard korun.

Takto navržená a provedená privatizační strategie měla ovšem i své kritiky. Mezi nejvýznamnější bych zařadil Valtra Komárka, Lubomíra Mlčocha, Milana Sojku, Jiřího Havla, Václava Klusoně, Miloše Pícku, Otu Turka a jiné. Jejich kritickými poznámkami a alternativními strategiemi se zde bohužel kvůli rozsahu a formátu této práce nemohu šířeji zabývat.

⁴⁷ interní materiály Komise pro cenné papíry

3. Privatizační fondy v mezinárodním pohledu

V této kapitole bych rád přiblížil jakými odlišnými způsoby vznikaly privatizační fondy v různých ekonomikách procházejících procesem privatizace. Mohlo by se zdát, že privatizační fondy byly tvořené pouze podle jednoho modelu a tedy stejným způsobem, ale není to pravda. V průběhu transformace bloku socialistických ekonomik se vyvinulo několik základních modelů a podmodelů. Je zajímavé srovnávat výsledky fondů založených podle stejného principu v různých zemích. Příkladem je Česká republika a Rusko, kdy stejné strategie vzniku fondů vedly k podobným výsledkům⁴⁸.

Myšlenka masové privatizace s využitím privatizačních fondů se podle Pistor a Spicera uchytila mimo Českou republiku a Rusko ještě v nejméně třinácti dalších zemích: Bulharsku, Polsku, Slovensku, Rumunsku, Litvě, Lotyšsku, Moldávii, Gruzii, Slovinsku, Ukrajině, Kazachstánu, Kyrgyzstánu a Uzbekistánu⁴⁹.

Podobu privatizačních fondů, které se vyskytují v těchto patnácti zemích, Pistor a Spicer rozdělují do tří modelů⁵⁰:

- model volného trhu
- omezený model volného trhu
- regulovaný model volného trhu

V následujících podkapitolách bych rád rozebral jednotlivá specifika uvedených modelů a v jaké zemi byly použity.

⁴⁸ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 7)

⁴⁹ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 5)

⁵⁰ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 5)

3.1. Různé modely privatizačních fondů v transformujících se ekonomikách

3.1.1. Model volného trhu

Jak již název napovídá, je tento model z uvedených tří nejliberálnější a nejvíce se spoléhá na spontánní tržní síly. Stát pouze nastaví pravidla pro založení fondů, ale jejich vznik nechává plně na tržních silách. Občanům jakožto držitelům investičních kuponů je umožněno svobodně zvolit jednak zda svěří své prostředky některému z fondů nebo si je ponechají sami, a když už se rozhodnou své prostředky některému fondu svěřit, tak mají volný výběr kterému fondu je svěří.

Země, které se rozhodly pro model volného trhu jsou následující: Česká republika, Rusko, Bulharsko, Gruzie, Kyrgyzstán, Moldávie, Ukrajina a Lotyšsko.

3.1.2. Omezený model volného trhu

U tohoto modelu si občané – držitelé investičních kuponů - nemohou vybrat jestli kupony fondům svěří nebo ne. Jedinými subjekty, které usilují o získání akcií státních podniků jsou totiž pouze fondy. Na druhou stranu zakládání fondů není omezeno a po splnění zákonem daných podmínek je ponecháno tržním silám.

Země s tímto modelem: Kazachstán a Uzbekistán

3.1.3. Regulovaný model volného trhu

Nejvýraznějším specifickým tohoto modelu je fakt, že stát vytvoří privatizační fondy a rozhodne i o jejich majetkové struktuře. Privatizace je poté uskutečněna v podobě nabídnutí akcií těchto fondů namísto akcií státních podniků. Logicky tedy vyplývá i to, že občan své investiční kupony nemůže uplatnit jinak než přes investiční fondy. Regulace majetkové struktury fondů státem pak spočívá v tom, že fondy sice mohou poptávat akcie libovolných podniků, ale většinu akcií jednoho podniku mohou držet jen u několika z nich. V dalších firmách jsou pak fondy zastoupeny jako minoritní akcionáři. Mezi fondy sice funguje volný trh s akciemi, ale obchodování se zvolenými většinovými podíly je na několik let omezeno.

Pouze Polsko je příkladem země, která jako jediná tento model použila.

3.2. Výhody a nevýhody jednotlivých modelů

Pistor a Spicer rozebírají i celkové klady a zápory jednotlivých modelů a ve své podstatě tvrdí, že ani jeden model není výrazně lepší a bezchybnější než ostatní⁵¹.

Model volného trhu více odpovídá liberálnímu duchu a snižuje zodpovědnost vlády za případná selhání. Vláda je zde zodpovědná pouze za nastavení systému, za vytvoření odpovídajícího institucionálního prostředí a za vynucování pravidel. Píší, že vláda je zodpovědná pouze za tento bod, ale slovo pouze má v této větě dalekosáhlý význam. V průběhu studování materiálů k této práci jsem získal pocit, že Václav Klaus se snažil zmenšit roli vlády v transformačním procesu a převést zodpovědnost za to, co se událo, na přirozené tržní síly s tím, že v zájmu podpoření těchto sil se případná selhání budou regulovat až ex post⁵². Tento přístup je zajisté inspirován Hayekovou přirozenou genezí řádu, ale bohužel s sebou nese zvýšené náklady jak finančního, tak politického, tak i lidského charakteru. Je samozřejmé, že snaha vše naplánovat předem je pouhou alegorií centrálního plánování. Na druhou stranu je třeba počítat s nenulovými transakčními náklady, které tvoří překážku přirozené tvorbě řádu a s ne vždy čistými a bezelstnými motivacemi ekonomických agentů. Různá tržní a legislativní selhání jsou pak cenou za tento ultraliberální přístup.

Polský model regulovaného volného trhu zase z principu své regulovanosti ponechává příliš velkou moc v rukou politiků a tudíž je morální hazard správců spontánně vytvořených fondů nahrazen morálním hazardem těch, kdo tyto fondy centrálně zřizují. Ti určují kolik bude fondů, jaké bude personální obsazení, jaké podniky budou s ohledem na fondy do privatizace vpuštěny, atp. Polská reálná zkušenost dává této kritice zapravdu, kdy několikaleté hledání konsensu v polském sejmu způsobilo značnou nejistotu na polském kapitálovém trhu. Je samozřejmé, že vyšší míra nejistoty nikdy nepřispívá efektivnosti jakéhokoli trhu. Na druhou stranu, Pistor a Spicer zmiňují výhody logicky lepšího managementu a celkové organizace těchto „navržených“ nikoli „vzniklých“ fondů⁵³.

Nevýhoda posledního modelu - modelu omezeného volného trhu - pramení z faktu, že veškerá privatizace proudí přes spontánně vzniklé fondy a občanům není umožněno investovat

⁵¹ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 8)

⁵² Václav Klaus: *K desátému výročí zahájení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 94,95)

⁵³ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 7)

kupony podle svého nezávislého uvážení přímo do jednotlivých podniků. Na rozdíl od modelu volného trhu, kde je možná nedokonalost spontánnosti zakládání fondů kompenzována spontánní reakcí držitelů investičních kuponů při jejich volné alokaci, je v modelu omezeného volného trhu ponechána možnost chyb spontánnosti na straně fondů bez možnosti přirozené korekce.

Velice zajímavé srovnání se nabízí v případě České republiky a Ruska. Obě tyto země přistoupily na masovou privatizaci a obě pro privatizaci zvolily model volného trhu. Pistor a Spicer uvádějí, že výsledky privatizace v obou zemích jsou v roce 1996 podobné⁵⁴. Hlavními pozorovanými společnými rysy jsou:

- vznik velkého množství privatizačních fondů a následný postprivatizační trend jejich koncentrace
- privatizační fondy selhaly v záměru přinést na trh dodatečný kapitál
- silné banky se přes bankovní privatizační fondy staly důležitými držiteli velkých balíků akcií v klíčových podnicích různých průmyslových odvětví
- veřejné mínění bylo znechuceno různými skandály spojenými s privatizací a privatizačními fondy a ztratilo zájem o kolektivní investování
- k těmto bodům bych ještě dodal, že privatizace v Rusku je v odborné veřejnosti považována za spíše špatnou zkušenost. Mluví se dokonce o tzv. „grabbing hand“ tedy o „hrabivé ruce“, což vyjadřuje míru podvodů a jiné nelegální činnosti, která je s tímto modelem privatizace spojena. Situace v České republice byla příznivější, ale podobná - výše škod způsobených různými privatizačními podvody se počítá v desítkách miliard korun⁵⁵.

Tyto společné znaky budou tedy s největší pravděpodobností důsledkem použití podobné privatizační strategie – masové privatizace s využitím spontánně vznikajících privatizačních fondů. Potvrzuje se tedy domněnka, že i přes různé počáteční podmínky a různé legislativní prostředí je použitý privatizační model hlavním determinantem výsledků privatizace.

⁵⁴ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech Republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 8)

⁵⁵ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 180)

4. Vývoj investičních privatizačních fondů v České republice

Poté, co jsme prošli teoretické zázemí privatizace a privatizačních fondů obecně, podívejme se na transformační vývoj v České republice a přejdeme ke konkrétním faktům z české privatizační reality.

4.1. Období do zahájení kuponové privatizace

4.1.1. Legislativní zakotvení fondů a konkrétní důvody jejich vzniku

Kuponová privatizace byla legislativně ukotvena jednak ve federálním „Zákonu č. 92/1991 Sb. o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby“ ze dne 26. února 1991 a dále v českém „Zákonu České národní rady č. 171/1991 Sb. o působnosti orgánů České republiky ve věcech převodů majetku státu na jiné osoby a o Fondu národního majetku České republiky“ z 23. dubna 1991⁵⁶. V těchto zákonech najdeme první zmínky o kuponové privatizaci, přičemž samozřejmě navazovaly další vyhlášky a nařízení vlády, které upravovaly technické aspekty převodu státního majetku na občany pomocí investičních kuponů. Za připomínku stojí i legislativní zakotvení investičních privatizačních fondů, kdy první zmínka o nich se objevuje v již zmiňovaném Zákonu č. 92/1991 Sb. z 26.2.1991, který definuje obchodní společnost založenou za účelem použití investičních kuponů a umožňuje její vznik. Samotný termín investiční privatizační fond se ale poprvé objevuje až v nařízení federální vlády č. 383/1991 Sb. o vydávání a použití investičních kuponů z 5.9.1991⁵⁷.

Důvody pro vznik investičních privatizačních fondů byly ze strany tvůrců privatizační legislativy následující:

- Obava, že kuponová privatizace přinese příliš rozptýlené vlastnictví podniků⁵⁸ - tedy že po ukončení kuponové privatizace nebude vlastně nikdo, kdo by mohl účinně ovlivňovat osud zprivatizovaných podniků, činit zásadní rozhodnutí ovlivňující jejich chod, jmenovat a odvolávat představenstva a dozorčí rady a tak podobně. Tato obava měla samozřejmě reálný základ a důkazem jejich relevance jsou i anekdotické

⁵⁶ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 60)

⁵⁷ obojí v publikaci Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 168)

⁵⁸ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 163)

historiky o konání valných hromad velkých zprivatizovaných podniků na stadionech a v hokejových halách. Vpuštěním investičních privatizačních fondů do kuponové privatizace se tento problém řešil, ale bohužel nastal spíše opačný problém. Privatizační fondy se i s relativně malými podíly staly de facto majoritními akcionáři podniků a nebraly příliš ohled na zbylou rozdrobenou strukturu minoritních akcionářů⁵⁹. Tento fenomén je navíc zvýrazněn v případech, kdy se investiční privatizační fondy transformovaly na holdingové společnosti (tedy na běžné akciové společnosti) a svou činnost začaly podřizovat nikoliv zájmům všech svých akcionářů obecně, ale pouze zájmu těch skupin akcionářů, které ve fondu držely strategické balíky akcií. Tato problematika je velice obsažná a budu se jí podrobněji věnovat v dalších kapitolách pojednávajících o vývoji investičních privatizačních fondů v čase.

- Potřeba vytvořit struktury, které se budou starat o Corporate Governance ve zprivatizovaných společnostech⁶⁰ – tento bod souvisí s předchozím důvodem pro umožnění vzniku investičních privatizačních fondů. V případě, že by managementy zprivatizovaných firem nikdo příliš reálně nekontroloval, existuje velice pravděpodobná hrozba, že se management bude dopouštět buď nezákonné činnosti (looting, asset stripping) anebo různých aktivit poškozujících ekonomické zájmy firem, ale vyhovujících osobním ekonomickým zájmům představitelů vedení podniků. Jak ukázala pozdější praxe, tento bod nebyl v řadě případů splněn (netroufám si odhadnout jak velkého procenta zprivatizovaných podniků se to týká). Realita ukázala, že naopak samy privatizační fondy se mnohdy dopouštěly nezákonného nebo nemorálního jednání, přičemž management a majoritní vlastníci v podobě fondů se nějak domluvili a následně podělili.
- Snaha umožnit vznik zprostředkovatelů na kapitálovém trhu⁶¹ - v zájmu masovosti privatizace měly investiční privatizační fondy sloužit i jako „usnadňovatelé“ celého procesu. Dušan Tříška se k této roli fondů staví skepticky a tvrdí, že by proces kuponové privatizace měl lepší výsledky kdyby nebyl ovlivněn vznikem privatizačních fondů⁶². Můj názor je takový, že myšlenka privatizačních fondů jakožto

⁵⁹ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 164) a Mejstřík, Marcinčin, Laštovička: *Privatization and opening the capital markets in the Czech and Slovak republics* (s. 18)

⁶⁰ Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 19)

⁶¹ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 49) a Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 6)

⁶² Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 49)

instituce kolektivního investování a spravování majetku drobných akcionářů je velice přínosná. V české realitě první poloviny devadesátých let si ovšem investiční fondy přisvojily mnohdy zvrácené funkce, které jsou pro vyspělé tržní ekonomiky nemyslitelné. Celkovému hodnocení fondů se ale budu věnovat později na jiných místech této práce. Důležitá role zprostředkovatelů je patrná i na masovosti privatizace vyvolané fondy. Právě v oblasti markantního zvýšení zájmu občanů o kuponovou privatizaci uvádí Tomáš Ježek, že v průběhu listopadu a prosince 1991 bylo pro kuponovou privatizaci zaregistrováno pouze 6,7 % konečného počtu DIKů (Držitelů Investičních Kuponů), zatímco poté, co privatizační fondy spustily reklamní kampaně, které DIKy lákaly ke svěřením svých investičních bodů právě jim, se v průběhu ledna 1992 registrovalo 89 % DIKů⁶³. Doboví pamětníci navíc tvrdí, že mnozí vrcholoví představitelé federálního ministerstva financí a řada novinářů přímo heroizovali Viktora Koženého (investiční skupina Harvard Capital&Consulting) jako člověka, který zachránil kuponovou privatizaci před nezájmem veřejnosti⁶⁴. Z toho plyne, že některé názory nemusí být v čase stálé.

- Záměr podpořit shromažďování dodatečných finančních prostředků po kuponové privatizaci, které by se použily na restrukturalizaci zprivatizovaných podniků. Tento cíl vycházel z představy fungování anglosaského modelu kapitálového trhu, kdy je běžné, že dobře fungující výkonná firma si nepůjčuje peníze od bank, ale vydá nové akcie. Primární emise akcií však byly na Burze cenných papírů Praha dlouhá léta spíše snem a zbožným přáním. Skromný obrat v tomto ohledu nastal až v červnu 2004, kdy farmaceutická společnost Zentiva učinila první veřejnou nabídku akcií. V tomto směru bych rád přidal dvě poznámky, a sice že tato primární emise akcií nebyla jen první významnější akcií svého druhu v Praze, ale i v celém bývalém východním bloku. Druhá poznámka míří k hodnocení modelu kapitálového trhu, který převládá v České republice. České firmy se totiž stále drží německého typu získávání dodatečných finančních zdrojů a pro prostředky na svůj rozvoj si tradičně chodí do bank. Je pozoruhodné, že anglosaský model získávání kapitálových zdrojů používající nové emise akcií na burze je do současnosti využíván minimálně. Počet primárních emisí akcií na BCCP by se stále dal spočítat na prstech jedné ruky. Zajímavé by jistě bylo

⁶³ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 139) a Ivan Vrhel: *Vznik a vývoj českého kapitálového trhu*, diplomová práce na Institutu ekonomických studií, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy (2004) (s. 17)

⁶⁴ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 174)

hodnocení příčin tohoto stavu. Jedním z možných vysvětlení je přetrvávající nedůvěra širokého obyvatelstva k investičním instrumentům. Celkově vzato, v případě České republiky musíme konstatovat, že investiční privatizační fondy žádné dodatečné kapitálové zdroje do podniků většinou nepřinesly, ba naopak finance z nich spíše odčerpávaly na pokrytí svých provozních nákladů. Fondy (zejména malé fondy) totiž často na příjmech jimi vlastněných podniků přímo existenčně závisely⁶⁵.

Jak jsem již psal výše, první zmínka o společnosti podobné pozdějším investičním privatizačním fondům se v zákonech vyskytla v únoru 1991. Samotná zákonná úprava investičních společností a investičních privatizačních fondů ale nebyla (!) hotová ani v době konání předkola první vlny kuponové privatizace, ve kterém už samozřejmě privatizační fondy byly aktivní. Celý proces probíhal v režimu legislativního provizoria, které zajišťoval dokument „Postup pri zakladaní investičních privatizačních fondov v procese kuponovej privatizácie“, vypracovaný v září 1991 skupinou tvořenou ze zástupců federálního ministerstva financí a ministerstev privatizace České a Slovenské republiky⁶⁶. Tento materiál určoval, jak už z názvu vyplývá, postup při založení IPF, dále základní dokumenty fondů, jejich organizační uspořádání, náležitosti prodejního prospektu a techniku vkládání investičních kuponů do fondů⁶⁷. Zákon upravující postavení investičních společností a investičních fondů vznikl až 28. dubna 1992 s účinností od 29. května 1992⁶⁸.

Další zvláštní situace nastala při samotném zakládání investičních privatizačních fondů, kdy na něj bylo vymezeno minimum času. Postup pro zakládání fondů byl zveřejněn 1.10.1991 v Hospodářských novinách a přijímání žádostí o jejich založení bylo ukončeno už 16.12.1991⁶⁹. Výsledkem ale bylo, že pro první kolo kuponové privatizace se zaregistrovalo celkem 429 investičních privatizačních fondů – 265 v České republice a 164 na Slovensku⁷⁰. Z toho je jasně vidět, že motivace pro založení fondů byla velká a že banky i veřejnost pochopily jaká příležitost se nabízí.

Zde je potřeba rozlišit ještě jeden důležitý aspekt – vlastní status investičních fondů. Fondy zaregistrované pro první vlnu kuponové privatizace (tedy koncem roku 1991) byly podle již zmíněného *Postupu pri zakladaní investičních privatizačních fondov v procese kuponovej*

⁶⁵ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 165)

⁶⁶ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 170)

⁶⁷ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 114)

⁶⁸ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 171)

⁶⁹ Dušan Tříška: *Východiška, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 49) a Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 51)

⁷⁰ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 114)

privatizácie založeny jako akciové společnosti. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech z 28. dubna 1992 s účinností od 29.5.1992 již ale rozeznává jak investiční fond, tak investiční společnost, a dále nabízí i možnost založení otevřeného a uzavřeného podílového fondu⁷¹. Těchto 429 fondů založených pro první vlnu kuponové privatizace zákon deklaruje jako investiční fondy s tím, že společnosti, které je založily a spravují, jsou definovány jako investiční společnosti. Zákon určuje, že do listopadu 1992 musí být majetek fondu (zprivatizované firmy) spravován pouze fondem nebo investiční společností. Tudíž fondy, které nebyly založeny investičními společnostmi, byly přinuceny samy pro sebe investiční společnost založit, nebo začít spolupracovat s jinou investiční společností, na kterou převedou řídicí funkce. Byla stanovena i regulace na odměnu za tuto řídicí činnost, kdy nové kontrakty s investičními společnostmi nesmí obsahovat odměny za správu fondů vyšší než dvě procenta hodnoty majetku fondu, nebo dvacet procent zisku. Další povinnost fondů byla do konce listopadu 1992 jmenovat své řídicí a kontrolní orgány v souladu se zákonem danými požadavky na tyto funkce. Tyto požadavky zahrnovaly i vyloučení různých osob, zejména státních úředníků, z možnosti vykonávat funkce v privatizačních fondech. Zvláštní pozornost byla věnována fondům, které byly založeny bankovními ústavami, kdy těmto fondům bylo zakázáno investovat do akcií svých zakladatelů nebo jiných bank. Podotýkám, že po skončení kuponové privatizace stejně došlo k masovému křížovému vlastnictví bank. Bankami založené fondy legislativu obcházely například tím způsobem, že založily dceřinnou společnost, na kterou se již zákonné omezení nevztahovalo. Podle Mejstříka⁷² byla průkopníkem tohoto postupu Investiční banka (IPB), která nejdříve založila investiční společnost PIAS a ta teprve zakládala investiční privatizační fondy. Mejstřík dále uvádí, že jedinými bankami, které založily privatizační fondy přímo a vztahoval se tak na ně zákaz investice bodů do bank, byly Česká spořitelna a Živnostenská banka. Dodává ovšem, že tyto dvě banky založily investiční společnosti k těmto účelům později.

⁷¹ informace k Zákonu o investičních společnostech a investičních fondech z 28.4.1992 převzaty z publikace: Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 6,7)

⁷² Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 16)

Fondy musely upravit portfolia svých akcií podle daných pravidel do konce roku 1993. Tento zákon také upravoval maximální podíly fondů ve zprivatizovaných podnicích. Následující tabulka vykresluje nejpodstatnější změny v zákonné úpravě před a po vydání příslušného zákona:

tabulka 2: Legislativní změny po 28.4.1992 (resp. 29.5.1992)		
Efekt zákonné regulace na investiční privatizační fondy	před 29.5.1992	po 29.5.1992
maximální podíl jednoho fondu v jednom podniku	20%	20%
maximální podíl jedné investiční společnosti v jednom podniku (přes více fondů)	40%	20%
maximální podíl majetku jednoho fondu investovaného do jednoho podniku	10%	10%
maximální podíl majetků fondů jedné investiční společnosti investované do jednoho podniku	bez limitu	20%
maximální hodnota akcií v jednom podniku (vyjádřená jako procentuální podíl všech akcií držených fondem nebo fondy) jednoho nebo více fondů ovládaných jednou investiční společností, nebo skupinou investičních společností spojených přes osobu svého zakladatele	bez limitu	10%

zdroj: Michal Mejstřík⁷³

4.2. Investiční privatizační fondy v průběhu kuponové privatizace

Samotná kuponová privatizace se skládala ze dvou vln, přičemž první vlna potřebovala pět kol k upsání akcií a druhá vlna šest kol. Masovost kuponové privatizace vidíme jednak na počtu občanů, kteří se zaregistrovali jako budoucí investoři, a také na počtu privatizovaných podniků. První vlny kuponové privatizace, která se konala od července 1991 (zveřejnění seznamu podniků zařazených do první vlny) do 31.1.1993 (oficiální ukončení), se zúčastnilo 8 541 000 občanů, z toho 5 948 500 občanů v České republice a 2 592 500 občanů na Slovensku⁷⁴. Bylo zprivatizováno celkem 299 393 282 kusů akcií 1 491 státních podniků, z toho 206 424 419 kusů akcií 943 českých podniků, 90 111 742 kusů akcií 487 slovenských podniků a 2 857 121 kusů akcií 61 federálních podniků⁷⁵.

⁷³ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 6)

⁷⁴ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 78)

⁷⁵ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 88, 89)

Druhá vlna kuponové privatizace se konala od ledna 1993 (začíná schvalování privatizačních projektů pro druhou vlnu) do 31.12.1994 (oficiální ukončení). Druhá vlna tedy probíhala až po rozdělení federace a uskutečnila se pouze v České republice. Na Slovensku tamní vláda rozhodla o ukončení kuponové privatizace a odstátnění podniků jinými privatizačními metodami. Pro druhou vlnu kuponové privatizace se tedy zaregistrovalo 6 161 000 občanů České republiky a účast tak překročila první vlnu. Co se týče privatizovaného majetku, v druhé vlně bylo nabídnuto 155 000 000 akcií 861 společností včetně neprodaných akcií z první vlny⁷⁶.

Dále je ještě vhodné zmínit počty fondů registrovaných pro druhou vlnu. Jak jsem již popsal výše, od konce dubna 1992 (respektive května 1992 – nabytí účinnosti zákona) bylo možné zakládat jak původní klasické investiční fondy (forma akciové společnosti), tak otevřené a uzavřené podílové fondy. K běžným instrumentům kapitálového trhu mají nejbližší otevřené privatizační fondy, kdy má fond povinnost zpětného odkupu podílových listů v případě, že o to podílník požádá a podílové listy jsou tedy volně obchodovány jak na volném trhu, tak ve vztahu s podílovým fondem. U uzavřených podílových fondů není povinnost zpětného odkupu podílových listů a ty se tedy obchodují pouze na volném trhu, mnohdy se značnými diskonty (tato problematika bude více rozebrána v kapitole *Hodnocení úspěšnosti investičních privatizačních fondů s ohledem na splnění záměrů tvůrců privatizační strategie*). Všechny typy fondů musely být založeny nějakou investiční společností, přičemž bylo běžné, že jedna investiční společnost založila i více fondů. Pro druhou vlnu kuponové privatizace se tedy zaregistroval následující počet fondů⁷⁷:

- celkem se zaregistrovalo 353 fondů
- z nich 132 bylo zaregistrováno už pro první vlnu
- 63 bylo nově založených investičních fondů původního typu z první vlny KP
- 120 nově založených uzavřených podílových fondů
- 38 nově založených otevřených podílových fondů

Když se podíváme na rozložení sil mezi podílovými a klasickými investičními fondy, je zde projevená určitá preference DIKů (Držitelů Investičních Kuponů) vůči podílovým fondům.

⁷⁶ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 92)

⁷⁷ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 19)

Každá z vln kuponové privatizace byla rozdělena do čtyř částí⁷⁸:

- registrace kuponových knížek a registrace investičních privatizačních fondů
- předkolo
- prodej akcií za investiční body
- předání akcií

Z našeho pohledu jsou v tomto procesu nejdůležitější předkola, protože právě v tomto okamžiku držitelé investičních kuponů rozhodovali, jak s nimi naloží. Nabízely se jim následující možnosti:

- všechny své investiční body svěřit jednomu fondu
- všechny své investiční body svěřit více fondům
- jednomu fondu svěřit pouze část investičních bodů a zbytek investovat dle svého uvážení
- část svých bodů svěřit více fondům a zbytek investovat podle svého uvážení
- všechny body si ponechat a o jejich investování rozhodovat sám

Připomeňme, že fondy si získaly různými reklamními kampaněmi značnou důvěru DIKů. V předkole prvního kola kuponové privatizace svěřilo 5 800 000 DIKů všech svých tisíc investičních bodů jednomu fondu a dalších 420 000 DIKů svěřilo fondům určitou část svých bodů⁷⁹. Celkem tedy v první vlně svěřilo fondům nějaké své investiční body 72 % všech DIKů⁸⁰. V případě druhé vlny (kde se zúčastnili pouze čeští občané) byl znát určitý posun v přístupu DIKů. Je možné, že individuální investoři si začali více věřit a nebo už jejich část přestala natolik důvěřovat fondům. Každopádně počet DIKů, kteří fondům svěřili své investiční body, poklesl na 64 %⁸¹. Přesto tento pokles není nijak dramatický.

⁷⁸ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 78)

⁷⁹ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 4)

⁸⁰ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 92)

⁸¹ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 92)

Tabulka 3 ukazuje čtrnáct nejsilnějších investičních skupin seřazených podle počtu investičních bodů, které získaly jimi ovládané fondy v předkole prvního kola KP.

tabulka 3: 14 největších investičních skupin podle objemu získaných investičních bodů v jimi ovládaných fondech po první vlně kuponové privatizace

	název skupiny	počet ovládaných fondů	získané investiční body (v mil.)	%CIBF	% VIB	počet získaných akcií (v mil.)	%ZAF	%VA
1	SIS ČSP	1	950,40	15,60	11,10	21,40	12,20	7,70
2	PIAS IB	12	724,10	11,90	8,45	13,60	7,27	4,90
3	HC&C	8	638,50	10,50	7,45	15,20	8,65	5,50
4	VUB	1	500,60	8,19	5,84	12,00	6,81	4,30
5	IKS KB	1	465,50	7,62	5,43	11,90	6,78	4,30
6	KIS ČP	1	334,00	5,47	3,90	7,60	4,33	2,70
7	SI	1	187,90	3,07	2,19	6,40	3,66	2,30
8	SSK	4	168,90	2,76	1,97	7,70	4,38	2,80
9	CA	2	166,30	2,72	1,94	3,60	2,05	1,30
10	SIB	12	145,10	2,37	1,69	4,60	2,63	1,70
11	PPF	4	117,50	1,92	1,37	4,90	2,80	1,80
12	ŽB	1	117,50	1,92	1,37	1,90	1,07	0,70
13	SLP	6	116,70	1,91	1,36	4,40	2,48	1,60
14	AG	17	111,10	1,82	1,30	3,90	2,24	1,40
	14 skupin celkem	71	4744,20	77,63	55,39	119,10	67,71	43,00
	všechny fondy celk.	429	6772,00	100,00	77,30	175,00	100,00	63,00

zdroj: Michal Mejstřík⁸²

Vysvětlení zkratk:

SIS ČSP.....investiční společnost České spořitelny

PIAS IB.....investiční společnost Investiční banky

HC&C.....investiční společnost Harvard Capital&Consulting

VUB.....investiční společnost VÚB banky

IKS KB.....Investiční kapitálová společnost Komerční banky

KIS ČP.....investiční společnost České pojišťovny

SI.....investiční společnost Slovenské Investície

SSK.....investiční společnost Slovenské spořitelny a VSZ Košice

CA.....investiční společnost Creditanstalt bank

⁸² Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 11) zde uvedeno jako výpočty Marcínčina, Mládky a Mejstříka při použití dat českého Fondu národního majetku

SIB.....investiční společnost Slovenské investiční banky

PPF.....investiční společnost PPF

ŽB.....investiční společnost Živnostenské banky

SLP.....investiční společnost Slovenské pojišťovny

AG.....investiční společnost Agrobanky

%CIBF.....procento z celkového počtu investičních bodů získaných fondy

%VIB.....procento ze všech investičních bodů

%ZAF.....procento ze všech získaných akcií fondy

%VA.....procento ze všech akcií v dané vlně

Po odstranění slovenských investičních skupin je obraz pořadí v České republice následující:

tabulka 4: 9 největších českých investičních skupin podle objemu získaných investičních bodů v jimi ovládaných fondech po první vlně kuponové privatizace

	název skupiny	počet ovládaných fondů	získané investiční body (v mil.)	%CIBF	% VIB	počet získaných akcií (v mil.)	%ZAF	%VA
1	SIS ČSP	1	950,40	15,60	11,10	21,40	12,20	7,70
2	PIAS IB	12	724,10	11,90	8,45	13,60	7,27	4,90
3	HC&C	8	638,50	10,50	7,45	15,20	8,65	5,50
4	IKS KB	1	465,50	7,62	5,43	11,90	6,78	4,30
5	KIS ČP	1	334,00	5,47	3,90	7,60	4,33	2,70
6	CA	2	166,30	2,72	1,94	3,60	2,05	1,30
7	PPF	4	117,50	1,92	1,37	4,90	2,80	1,80
8	ŽB	1	117,50	1,92	1,37	1,90	1,07	0,70
9	AG	17	111,10	1,82	1,30	3,90	2,24	1,40
	9 skupin celkem	47	3624,9	59,47	42,31	84,00	47,39	30,3
	všechny fondy celk.	429	6772,00	100,00	77,30	175,00	100,00	63,00

zdroj: Michal Mejstřík a vlastní výpočty⁸³

Všechny zkratky zůstávají stejné. Při pohledu na řádek *9 skupin celkem* je třeba vzít v úvahu, že výsledky českých investičních skupin jsou stále vztaženy k údajům za celou

⁸³ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 11), zde uvedeno jako výpočty Marcinčina, Mládky a Mejstříka při použití dat českého Fondu národního majetku

československou privatizaci. Následující tabulka sumarizující výsledky po obou kolech kuponové privatizace je však již o československý vliv očištěna.

tabulka 5: 14 největších investičních skupin podle objemu získaných investičních bodů v jimi ovládaných fondech po druhé vlně kuponové privatizace

	název skupiny	druhá vlna K.P.			první vlna K.P.			
		získané investiční body (v mil.)	%CIBF	%VIB	pořadí skupiny v první vlně	získané investiční body (v mil.)	%CIBF	% VIB
1	AG	320,00	8,20	5,20	14,00	111,10	1,82	1,30
2	Expandia	306,00	7,80	5,00	–	–	–	–
3	HC&C	292,00	7,50	4,70	3,00	638,50	10,50	7,45
4	Kvanto ČSOB	198,00	5,10	3,20	18,00	60,00	0,80	0,70
5	KIS ČP	187,00	4,80	3,00	6,00	334,00	5,47	3,90
6	IS entrep.	157,00	4,00	2,50	–	–	–	–
7	YSE	156,00	4,00	2,50	16,00	68,60	1,20	0,80
8	Czech Coupon	152,00	3,90	2,50	21,00	34,30	0,60	0,40
9	PPF	130,00	3,30	2,10	10,00	117,50	1,92	1,37
10	SIS ČSP	124,00	3,20	2,00	1,00	950,40	15,60	11,10
11	IKS KB	124,00	3,20	2,00	5,00	465,50	7,62	5,43
12	MorČe IS	113,00	2,90	1,80	–	–	–	–
13	PIAS IB	98,00	2,50	1,60	2,00	724,10	11,90	8,45
14	CS fondy	94,00	2,40	1,50	24,00	60,00	0,80	0,70
	14 skupin celkem	2451,00	60,10	38,20	–	–	77,60	55,40
	všechny fondy celk.	3920,00	100,00	63,50	–	–	100,00	71,30

zdroj: Michal Mejstřík a vlastní výpočty⁸⁴

Vysvětlení nových zkratk:

Expandia.....investiční společnost Expandia

Kvanto ČSOB.....investiční společnost banky ČSOB

IS entrep.....Investiční společnost podnikatelů

YSE.....investiční společnost YSE

Czech Coupon.....investiční společnost CZECH COUPON INVEST

MorČe IS.....Moravskočeský investiční fond

CS fondy.....investiční společnost C.S. Fond

⁸⁴ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 21) zde uvedeno jako výpočty Marcinčina, Mládky a Mejstříka při použití dat českého Fondu národního majetku

Při pohledu na předchozí tabulky se nabízí úvaha o koncentraci akcií z kuponové privatizace, které prošly přes fondy. České kuponové privatizaci je totiž vytýkáno, že i přes zapojení privatizačních fondů vytvořila příliš rozptýlené vlastnictví⁸⁵. Výmluvné srovnání se nabízí s Polskem, kde vláda ustanovila pouze čtrnáct fondů namísto řádově stovek vzniklých v České republice. Tato kritika ale svým způsobem ztrácí půdu pod nohama pokud si uvědomíme, že podle uvedených statistik ovládlo čtrnáct investičních skupin v první vlně kuponové privatizace bezmála dvě třetiny akcií, které měly v držení fondy, respektive 43 % všech akcií první vlny kuponové privatizace. Mejstřík dále uvádí, že pokud se započítají všechny privatizační metody, tak těchto 14 největších investičních skupin ovládlo po první vlně kuponové privatizace 26,4 % všech akcií⁸⁶.

V druhé vlně pak stejný počet investičních skupin ovládl 77 % akcií v držení fondů, respektive 55 % všech akcií druhé vlny. Jsem si jistý, že pokud bychom zahrnuli ne 14, ale například 25 nejsilnějších skupin, tak bychom se dostali k hodnotám naznačujícím poměrně velkou míru koncentrace. Ano, je třeba se dívat i na počty všech akcionářů, ale myslím si, že situace u polských fondů musela být podobná. Tedy, že tyto fondy (v polském případě ne přímo privatizované podniky) měly miliony drobných akcionářů.

Dalším důležitým poznatkem je, že mezi nejsilnějšími investičními skupinami v obou kolech kuponové privatizace tvořily státní banky nebo pojišťovny velký podíl. V první vlně to bylo devět československých bank a pojišťoven proti třem soukromým skupinám, jedné pobočce zahraniční banky (Creditanstalt) a jedné soukromé bance (Agrobanka). V druhé vlně pak pět státních bank a pojišťoven proti zbytku soukromých skupin a jedné soukromé banky. V druhé vlně je tedy znát větší úspěšnost soukromých skupin, ale vliv státem spoluvlastněných institucí zůstává stále klíčový. Svým způsobem se sice nabízí parafráze výroků Karla Kouby o modifikovaném paternalismu nebo Pavla Mertlíka o privatizaci státních podniků do státních rukou, ale dle mého názoru je tuto situaci nutno brát jako první krok v procesu odstátnění firem. To se ostatně dalším vývojem (i když s řadou krkolomností) prokázalo.

V čem se tedy liší český a polský model? Polský pracoval s menším počtem fondů a s morálním hazardem vlády, která tyto fondy zakládala a jmenovala jejich managementy. Velkým problémem byla doba (v řádu let), která uplynula než byla situace kolem polských fondů vyjasněná. Na druhou stranu, v případě české privatizace, spontánní zakládání fondů přineslo jejich velké množství, což ale bylo vykompenzováno koncentrací většího množství

⁸⁵ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 163)

⁸⁶ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 12)

akcií v rukou relativně nízkého počtu investičních skupin (řekněme opravdu do 25) a rozsáhlým zastoupením fondů státních bank mezi těmito silnými investičními skupinami. Spontánnost zakládání zajistila také okamžitou plnou funkčnost fondů - to dosvědčuje třeba již výše zmíněná masovost jejich vzniku i přes minimum poskytnutého času nebo účinnost reklamních kampaní při náboru klientů. Problematické je, že vzniklo silné nebezpečí morálního hazardu na straně soukromých zakladatelů těchto fondů podpořené zpočátku velice slabou legislativní úpravou podmínek zakládání a práce fondů. Zde spatřuji nejvýraznější deficit tvůrců privatizační strategie a sice, že fondy v první vlně kuponové privatizace pracovaly v jakémisi legislativním provizoriu a byly podrobeny byť jen elementární regulaci až poté, co jim DIKové svěřili své body. Tato regulace se navíc musela postupem doby zpříšňovat podle toho, jak byly objevovány možnosti k obcházení pravidel.

Důležitým aspektem kuponové privatizace jsou i strategie fondů při výběru akcií, do kterých budou investovat. Dá se samozřejmě předpokládat, že tento výběr byl činěn za nějakým účelem. Prvním specifickým rysem je, že fondy většinou investovaly do dražších akcií než běžní drobní investoři. Tento jev se dá pravděpodobně vysvětlit tak, že pokud chtěli drobní investoři diverzifikovat riziko a nakoupit akcie více společností, tak bylo nutné volit levnější tituly. Naproti tomu fondy měly shromážděny investiční body desetitisíců a statisíců investičních knížek, takže diverzifikaci portfolia mohly provádět bez větších ohledů na ceny akcií.

Další zajímavostí v případě diverzifikace portfolia je počet podniků do kterých fondy investovaly. Michal Mejstřík uvádí⁸⁷, že například fond České spořitelny investoval v prvním kole kuponové privatizace do akcií 514 podniků. Na druhou stranu fondy Harvard Capital&Consulting Viktora Koženého, které byly na třetím místě co do počtu získaných investičních bodů, investovaly pouze do 51 podniků. Zde je jasně vidět rozdílný přístup, kdy České spořitelně šlo zřejmě o diverzifikaci rizik, kdežto Harvardské fondy měly evidentně zájem o získání vlivu v podnicích. Tento evidentní zájem HC&C ilustruje i událost popsána v práci autorů Pistor a Spicer, kdy HC&C svolalo mimořádnou valnou hromadu jedné velké papírenské společnosti a kompletně odvolalo její vedení⁸⁸. Pistor a Spicer dále uvádějí, že

⁸⁷ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 12,13)

⁸⁸ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 24)

případ HC&C byl spíše výjimkou a že privatizační fondy vesměs nevyvíjely velké aktivity v oblasti výkonu svých akcionářských práv⁸⁹. V tomto bodě s autory nesouhlasím, protože další vývoj privatizačních fondů a zprivatizovaných podniků ukázal něco jiného. Snaha ovlivňovat nebo neovlivňovat situaci ve zprivatizovaných podnicích se řídila hlavně strategií a úmysly fondů. Případ České spořitelny jasně ukazuje, že existovaly fondy, které měly zájem pouze držet akcie podniků, mírně ovlivňovat jejich chod (spíše ve smyslu kontroly, zda se neděje něco, co by poškozovalo zájmy akcionářů) a pokud možno pobírat dividendy. Tento model je příznačný zejména pro privatizační fondy bankovních domů. Na druhou stranu existovaly fondy, které měly dominantní zájem na získání kontroly v podnicích a na participaci při rozhodování o jejich majetku. Jak bude uvedeno dále, řada fondů se snažila co nejrychleji vymanit z okruhu státního dohledu a spíše než v poklidné instituce kolektivního investování se měnily v dravé investiční skupiny, které se řídí zájmem svého majoritního vlastníka bez ohledů na minoritní akcionáře. Nezřídka se stávalo, že majoritní akcionář (nebo představenstvo) fondu měl pouze krátkodobý záměr a jeho snahou bylo jakýmkoli cestami vyvádět prostředky z fondu a nezákonně se tak obohatit.

4.3. Vývoj investičních fondů po skončení kuponové privatizace

Podle materiálů Komise pro cenné papíry⁹⁰ byla situace po skončení kuponové privatizace následující:

- v kuponové privatizaci se rozdělil majetek za 320 miliard korun v tržní hodnotě roku 1994
- přibližně 60 % tohoto majetku – tedy za zhruba 192 miliard korun - měly ve správě investiční privatizační fondy
- na kapitálovém trhu bylo 713 subjektů spojených s institutem privatizačního fondu (ke konci roku 1994, tedy k závěru druhé vlny kuponové privatizace); z toho:
 - 158 investičních společností
 - 280 investičních fondů

⁸⁹ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 24)

⁹⁰ interní materiály Komise pro cenné papíry

- 275 podílových fondů

Počet subjektů – 713 – je lehce zavádějící, protože je třeba si uvědomit, že podle zákona musel být každý privatizační fond spravován investiční společností. Z toho tedy vyplývá, že relevantních institucí bylo 158 (investičních společností) a ty obhospodařovaly 555 fondů. Na druhou stranu to nic neubírá na skutečnosti, že tímto počtem fondů vznikla velice nepřehledná situace, kterou logicky čekal bouřlivý vývoj. Je třeba také zdůraznit, že docházelo k markantnímu čištění trhu již velice rychle po privatizačních vlnách. Například Dušan Tříška uvádí, že po první vlně kuponové privatizace zaniklo více než 40 fondů⁹¹. Tyto fondy patřily převážně mezi ty menší a méně úspěšné a zanikaly zejména tak, že se slučovaly s jinými fondy.

Vývoj na poli kapitálového trhu v dalších letech charakterizují zejména úmysly zakladatelů investičních společností a investičních fondů. V zásadě existovaly dva modely:

- První model se týká zakladatelů jejichž úmyslem bylo co nejrychleji se dostat k vlivu a majetku a tento majetek využít k vlastnímu prospěchu. Fondy zahrnuté do tohoto modelu jsou charakteristické tím, že se v nich někdo snažil získat takový balík akcií, aby prosadil svá rozhodnutí. Drobní akcionáři v drtivé většině případů neměli na chod fondu vliv a tržní hodnota jejich investice se výrazně snižovala. S tímto modelem je tedy spojena značná hospodářská kriminalita, ať již co se samotných fondů týče, tak i velice často ve vztahu k zprivatizovaným firmám. „Model zakladatelů s nepoctivými úmysly“ se prakticky výhradně týkal investičních společností a investičních fondů, které byly zakládány soukromými skupinami.
- Druhý model naopak zahrnoval investiční skupiny, které měly zájem na vytvoření stabilního portfolia akcií zprivatizovaných podniků a na jeho dalším obhospodařování. Tržní hodnota podílů drobných akcionářů fondů takovýchto skupin dlouhodobě buď rostla a nebo v nejhorším případě spíše stagnovala – v závislosti na výkonnosti podniků jejichž akcie byly ve fondu.

„Model poctivých zakladatelů“ byl charakteristický pro fondy zakládané státními bankami, i když ne pouze pro ně. Existovala i řada poctivých soukromých zakladatelů fondů jejichž úmysly byly seriózní. Bohužel byl častý i ten jev, kdy fond byl založen a spravován s náležitou péčí, ale následně byl „prodán“ poctivými zakladateli jiné skupině, jejíž úmysly se

⁹¹ Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 16)

však diametrálně lišily. Následně byl vyveden majetek i z těchto fondů. Slovo *prodán* jsem dal do uvozovek, protože v situaci vyspělého kapitálového trhu by žádný fond jakožto nástroj kolektivního investování neměl jít prodat. Prodat lze pouze věci sloužící k obhospodařování fondu, ale do těchto věcí nepatří majetek, který má fond ve správě. S touto problematikou úzce souvisí zákonná úprava z roku 1992. Tomáš Ježek ve své publikaci *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* líčí základní problém v legislativní úpravě tak, že v průběhu přípravy zákona č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech došlo k vypuštění klíčového odstavce, který řešil právě rozdílný přístup k vlastnímu majetku fondu a k majetku, který fond spravoval. Zákon č. 248/1992 Sb. koncepčně vycházel z již výše zmíněného dokumentu „Postup pri zakladaní investičných privatizačných fondov v procese kuponovej privatizácie“, který byl vypracován v září 1991 a sloužil jako legislativní provizorium při zakládání fondů pro první vlnu kuponové privatizace, přičemž daný odstavec v něm byl obsažen. Tento odstavec byl následující:

„Po ukončení vlny kupónovej privatizácie zvýši správca IPF základný kapitál a.s. o objem akcií zakúpených za investičné body majiteľov investičných kupónov, ktorí ich odevzdali v predkole na IČO investičného privatizačného fondu. Súčasne sníži základný kapitál o peňažnú sumu, ktorú zakladateľ IPF vložil do IPF ako základný kapitál pri jeho založení. Základný kapitál IPF budú v tom čase teda tvoriť výlučne akcie zakúpené za investičné body majiteľov investičných kupónov, ktorí ich odovzdali na IČO investičného privatizačného fondu. Majiteľom investičných kupónov vydá IPF svoje akcie v pomere počtu ním odovzdaných investičných bodov k celkovému počtu investičných bodov odovzdaných tomuto IPF.“⁹²

Z tohoto textu je jasně patrný záměr autorů dokumentu „*Postup pri zakladaní...*“ trvat na pouhé správcovské roli původních zakladatelů fondu. Majetek zakladatelů by se nahradil získanými akciemi a zakladatelé by tedy na valných hromadách neměli žádná hlasovací práva. Vypuštěním citovaného odstavce došlo ke sloučení majetku zakladatelů a majetku podílníků, přičemž majetek zakladatelů byl logicky relativně větší než vklad průměrného podílníka a vytvořil se tak prostor pro přítomnost kontrolního balíku akcií. Je až pozoruhodné jak snadno šlo s poměrně malými prostředky (100 000 korun – základní kapitál, který zakladatelé museli do fondu na začátku vložit) ovládnout fond, kde hodnota svěřeného majetku byla daleko vyšší. Logicky vzato, čím bylo podílníků více a tím pádem čím menší hodnotu měly podíly

⁹² Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 119)

těch, kteří se dostavili na valné hromady, tím jednodušeji se ovládaly velké majetky ve fondech.

„Zakladatelé fondu s nepoctivými úmysly“ se posléze mohli začít chovat jako jeho vlastníci, respektive jako držitelé klíčového podílu, což jim dávalo možnost fond ovládnout a prosazovat svoje vlastní zájmy. V principu tak vznikl problém prosazování práv minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům, kdy rozptýlení a nekoordinovaní minoritní vlastníci nebyli schopni zvůli držitelů kontrolního balíku akcií účinně čelit. Jak jsem již nastínil výše, do této situace se mohli dostat i akcionáři fondů z „modelu poctivých zakladatelů“, protože původní správci fondu chtěli přestat tuto činnost z různých důvodů vykonávat a „prodali“ svůj podíl ve fondu novým správcům.

Problém sloučení majetku zakladatelů s majetkem správců byl podle Tomáše Ježka tvůrcům zákona č. 248/1992 Sb. z okruhu federálního ministerstva financí dobře znám⁹³. Přesto se jeho ošetření do příslušného zákona nedostalo. O důvodech proč tomu tak bylo můžeme dnes již pouze spekulovat..

Toto základní legislativní selhání, které se stalo svodem a příčinou mnohého nezákonného jednání, bylo odstraněno až v roce 1998, kdy byla schválena novela zákona č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech⁹⁴, která nařizovala, aby se všechny uzavřené fondy a všechny investiční fondy buď transformovaly na otevřené podílové fondy nebo byly zlikvidovány. Procesu „otevírání fondů“ se budu věnovat později.

Pro vývoj na kapitálovém trhu po skončení kuponové privatizace je z pohledu legislativní úpravy velice důležitá ještě jedna možnost, kterou zákon nabízel. Touto možností je legální transformace investičního fondu na běžnou akciovou společnost – takzvané „převedení na holding“. Pokud se takto transformuje investiční fond z „modelu poctivých zakladatelů (a správců)“, nestane se prakticky nic neobvyklého. Problém nastává, pokud je transformován fond, kde zakladatelé a správci nemají poctivé úmysly. Původní netransformovaný fond byl totiž institutem kolektivního investování a podléhal státnímu dozoru. To se ovšem transformací na běžnou akciovou společnost - „holding“ - mění a břemeno přísnějšího státního dohledu odpadá. Další „výhodou pro nepoctivé“ je to, že vlivem výše zmíněné nedokonalosti zákona č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech se převádí i smíchání majetku zakladatelů a majetku spravovaného fondem na nově vzniklou akciovou společnost. Problém existence kontrolního balíku akcií tedy zůstává a státní dohled

⁹³ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 120,121)

⁹⁴ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 178)

se naopak výrazně snižuje. K vyjmenovaným „výhodám převodu na holding“ musíme přidat ještě jeden aspekt, který ovšem není nijak zanedbatelný. Investiční fondy mohly držet nejvýše dvacet procent akcií zprivatizovaného podniku. To se ale převodem fondu na běžnou akciovou společnost mění, další limit na maximální podíl akcií ve firmě neexistuje a cesta k dokonalejšímu ovládnutí zprivatizované společnosti je tak otevřená. Transformace na běžnou akciovou společnost byl poměrně jednoduchý krok a stačilo, aby byl schválen valnou hromadou fondu. Pokud tedy byly úmysly zakladatelů fondu nereseriovní, tak mu zákon dokonce sám nabízel řadu prostředků, kterých šlo využít k získání kontroly nad fondem.

Možnost zcela legální transformace na holdingy existovala do 1.7.1996, kdy nabývaly účinnosti novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech, které tyto transformace nezakazovaly, ale stanovovaly podmínky, za kterých lze transformace provést. Novely dále umožňovaly ministerstvu financí uvalit na investiční společnost nebo investiční fond nucenou správu⁹⁵. V průběhu roku 1996 se ovšem stihlo na holdingy transformovat 152 investičních privatizačních fondů, přičemž 89 z nich to stihlo do 1.7.1996 a dalších 63 záhy poté⁹⁶. Kompletní seznam transformovaných fondů je v příloze⁹⁷. Fondy, které se transformovaly po 1.7.1996, již ale byly v nebezpečí podání žalob minoritními akcionáři. Bohužel, ochrana práv minoritních akcionářů je jak známo problematická i ve vyspělých tržních ekonomikách a žaloby buď podány nebyly, nebo bylo jejich řešení zdlouhavé a s nejistým výsledkem. Vraťme se nyní k již jednou uvedeným souhrnům největších investičních skupin po první a druhé vlně kuponové privatizace:

tabulka 4: 9 největších českých investičních skupin podle objemu získaných investičních bodů v jimi ovládaných fondech po první vlně kuponové privatizace

	název skupiny	počet ovládaných fondů	získané investiční body (v mil.)	%CIBF	% VIB	počet získaných akcií (v mil.)	%ZAF	%VA
1	SIS ČSP	1	950,40	15,60	11,10	21,40	12,20	7,70
2	PIAS IB	12	724,10	11,90	8,45	13,60	7,27	4,90
3	HC&C	8	638,50	10,50	7,45	15,20	8,65	5,50
4	IKS KB	1	465,50	7,62	5,43	11,90	6,78	4,30
5	KIS ČP	1	334,00	5,47	3,90	7,60	4,33	2,70

⁹⁵ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 124)

⁹⁶ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 125).

⁹⁷ Seznamy, které se mi podařilo dohledat, uvádějí 88 transformovaných fondů do 30.6.1996 a dalších 63 po tomto datu (viz. příloha)

6	CA	2	166,30	2,72	1,94	3,60	2,05	1,30
7	PPF	4	117,50	1,92	1,37	4,90	2,80	1,80
8	ŽB	1	117,50	1,92	1,37	1,90	1,07	0,70
9	AG	17	111,10	1,82	1,30	3,90	2,24	1,40
	9 skupin celkem	47	3624,9	59,47	42,31	84,00	47,39	30,3
	všechny fondy celk.	429	6772,00	100,00	77,30	175,00	100,00	63,00

zdroj: Michal Mejstřík a vlastní výpočty⁹⁸

tabulka 5: 14 největších investičních skupin podle objemu získaných investičních bodů v jimi ovládaných fondech po druhé vlně kuponové privatizace

	název skupiny	druhá vlna K.P.			první vlna K.P.			
		získané investiční body (v mil.)	%CIBF	%VIB	pořadí skupiny v první vlně	získané investiční body (v mil.)	%CIBF	% VIB
1	AG	320,00	8,20	5,20	14,00	111,10	1,82	1,30
2	Expandia	306,00	7,80	5,00	–	–	–	–
3	HC&C	292,00	7,50	4,70	3,00	638,50	10,50	7,45
4	Kvanto ČSOB	198,00	5,10	3,20	18,00	60,00	0,80	0,70
5	KIS ČP	187,00	4,80	3,00	6,00	334,00	5,47	3,90
6	IS entrep.	157,00	4,00	2,50	–	–	–	–
7	YSE	156,00	4,00	2,50	16,00	68,60	1,20	0,80
8	Czech Coupon	152,00	3,90	2,50	21,00	34,30	0,60	0,40
9	PPF	130,00	3,30	2,10	10,00	117,50	1,92	1,37
10	SIS ČSP	124,00	3,20	2,00	1,00	950,40	15,60	11,10
11	IKS KB	124,00	3,20	2,00	5,00	465,50	7,62	5,43
12	MorČe IS	113,00	2,90	1,80	–	–	–	–
13	PIAS IB	98,00	2,50	1,60	2,00	724,10	11,90	8,45
14	CS fondy	94,00	2,40	1,50	24,00	60,00	0,80	0,70
	14 skupin celkem	2451,00	60,10	38,20	–	–	77,60	55,40
	všechny fondy celk.	3920,00	100,00	63,50	–	–	100,00	71,30

zdroj: Michal Mejstřík a vlastní výpočty⁹⁹

Z fondů těchto uvedených nejsilnějších skupin byly mezi těmi, které se transformovaly na běžné akciové společnosti Harvardské fondy (HC&C), fondy ze skupiny IPB (PIAS IB), CS

⁹⁸ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 11), zde uvedeno jako výpočty Marcinčina, Mládky a Mejstříka při použití dat českého Fondu národního majetku

⁹⁹ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 21) zde uvedeno jako výpočty Marcinčina, Mládky a Mejstříka při použití dat českého Fondu národního majetku

fondy, YSE fondy, fondy skupiny PPF¹⁰⁰, fondy Czech Coupon¹⁰¹ a Moravskočeský investiční fond (ten až 27.6.1997).

Vraťme se ale zpět k celé skupině 152 fondů, které se v roce 1996 transformovaly na běžné akciové společnosti – na „holdingy“. V těchto fondech byl dohromady majetek v přibližné tržní hodnotě 50 miliard Kč¹⁰². Je nepochybné, že zakladatelé, respektive akcionáři držící kontrolní balíky akcií, měli ne úplně poctivé úmysly, protože podle údajů Komise pro cenné papíry bylo až 80 % majetku těchto fondů po jejich transformaci na holdingy podvodně vyvedeno¹⁰³. To představuje škodu přibližně 40 miliard korun. Nejznámější a svým rozsahem největší je případ vyvedení majetku z fondů investiční skupiny Harvard Capital&Consulting. Podle dokumentu Komise pro cenné papíry, který je přístupný na internetových stránkách ČNB¹⁰⁴, bylo z Harvardských fondů odčerpáno přibližně 11 miliard korun, tedy více než čtvrtina škody, které zbyly po transformovaných investičních fondech.

4.4. Vývoj regulace kapitálových trhů do roku 2000

Důležitým aspektem vývoje situace na kapitálovém trhu je i rozvoj jeho regulace. Jak jsem již řekl, v době přípravy kuponové privatizace a v jejím průběhu platilo pouze legislativní provizorium v podobě dokumentu „Postup pri zakladaní investičných privatizačných fondov v procese kuponovej privatizácie“, přičemž první zákon regulující investiční společnosti a investiční fondy - zákon č. 248/1992 Sb. - přišel až po skončení první vlny kuponové privatizace. Následovala doba, kdy se zákonné podmínky pro kapitálový trh nijak nezpříšňovaly a navíc neexistovala ani žádná instituce, která by pravidla na kapitálovém trhu důrazně vynucovala. Podle Michala Mejstříka bylo na ministerstvu financí v roce 1993 pouze šest úředníků, kteří vykonávali dohled nad stovkami investičních společností a investičních fondů¹⁰⁵. Tato situace logicky vyústila v pocit praktické neregulovanosti kapitálového trhu, který byl samozřejmě spojený s již zmíněným problémem transformací fondů a následného nelegálního odčerpávání jejich majetku. V roce 1996 následovaly (také již zmíněné) novely

¹⁰⁰ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 125) a vlastní studium

¹⁰¹ zjištěno z internetové stránky <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/rejstrik-firem/DO-45244448-i-epic-holding-i-czech-coupon-invest-investicn/>

¹⁰² Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 123)

¹⁰³ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 124)

¹⁰⁴ http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/Dalsi_zpravy.page?PageNumber=3 zde pod názvem *Přehled investičních společností a investičních fondů, u nichž došlo nebo má dojít k navrácení peněžních prostředků zpět do majetku fondů* z 21.10.2002

¹⁰⁵ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 7)

zákona č. 248/1992 Sb., které převody fondů určitým způsobem regulovaly a znesnadňovaly. Zde je dobré poznamenat, že transformace fondů kolektivního investování na jakékoli společnosti, které spadají pod menší míru státního dozoru, nejsou ve vyspělých tržních ekonomikách připouštěny. Situace na poli kolektivního investování v České republice v letech 1995 a 1996 však byla natolik vážná, že pouhá regulace tohoto procesu namísto jeho zákazu velice pomohla a výrazně zvýšila solidnost jednání na kapitálovém trhu. Ovšem až v roce 1997 byla ustavena samostatná instituce dohledu nad kapitálovým trhem v podobě Úřadu pro cenné papíry, který byl zřízen na ministerstvu financí. Tedy až v době fungování tohoto úřadu došlo k prvním významným zásahům státní moci proti nepoctivému jednání v segmentu investičních fondů a investičních společností. Bylo například uvaleno 14 nucených správ ve fondech, podáno 60 trestních oznámení a přijaty desítky dalších nápravných opatření¹⁰⁶. Zde považuji za důležité zdůraznit, že tato opatření, žaloby a nucené správy se již netýkaly fondů transformovaných na holdingy, protože ty už byly mimo dohled regulace kapitálového trhu. Naopak, týkaly se fondů, které se netransformovaly, přičemž celková škoda v těchto netransformovaných fondech dosáhla 9,6 miliardy korun¹⁰⁷. Nejvýraznější případy jsou některé netransformované CS fondy, investiční fond Trend, investiční fond Mercia a jiné. Dalším krokem v regulaci kapitálového trhu byl vznik Komise pro cenné papíry, která začala působit od 1. dubna 1998. Mimo zřízení Komise byla navíc v červnu 1998 upravena i legislativa, kde nejdůležitější byly tři změny:

- povinnost vedení fondů jednat s odbornou péčí
- povinnost transformace investičních fondů a uzavřených podílových fondů na otevřené podílové fondy do konce roku 2002¹⁰⁸. Tato změna je důležitá hlavně proto, že se zprůhlednily operace ve fondech a výrazně se zvýšila likvidita podílových listů.
- a především zmocnění Komise pro cenné papíry k tzv. procesu přelicencování, kdy se zkoumalo splnění věcných, personálních a ekonomických předpokladů fondů k jejich činnosti¹⁰⁹

Činností Komise bylo v následujících letech na investiční fondy a investiční společnosti uvaleno dalších 12 nucených správ a přijato více než 120 dalších nápravných opatření nebo

¹⁰⁶ interní materiály Komise pro cenné papíry

¹⁰⁷ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 123)

¹⁰⁸ internetové stránky Asociace pro kapitálový trh (AKAT): <http://www.akatcr.cz/static.do?page=historie.html>

¹⁰⁹ interní materiály Komise pro cenné papíry a http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_verejnosti_a_mediim/Dalsi_zpravy.page?PageNumber=3 zde dokument *František Jakub o posláních a úkolech Komise* z 31.10.2002

uložení sankcí¹¹⁰. Výše pokut udělených Komisí již během prvního roku jejího působení dosáhla přibližně částky jedné miliardy(!) korun¹¹¹.

4.5. Vývoj fondů po zřízení Komise pro cenné papíry

V době počátků činnosti Komise pro cenné papíry – tedy v dubnu 1998 - bylo na českém kapitálovém trhu stále ještě přibližně 100 investičních společností, 100 investičních fondů a 150 podílových fondů¹¹². Situaci velice detailně vykreslují tabulky v příloze (tabulky 3 až 6), které představují jmenovité soupisy fondů různých typů k 31.12.1997. Tento stav se ovšem vlivem činnosti Komise v součinnosti s použitím výše zmíněných novelizací legislativy z roku 1998 začal rychle měnit. Proces přelicencování, který byl doprovázen i sankčními řízeními, vedl k masivnímu přehodnocení strategií bývalých privatizačních fondů, které v řadě případů nemohly splňovat nové podmínky a dobrovolně ukončovaly činnost. Toto ukončování činnosti mělo následující podoby:

- rozprodání majetku fondů, vypořádání podílníků a úplné ukončení činnosti
- transformace investiční společnosti na běžnou akciovou společnost (byla jí tím pádem odňata licence ke kolektivnímu investování) a převedení spravovaných fondů pod jiné investiční společnosti
- pokračování činnosti investiční společnosti (která nesplňovala podmínky) pod dalším dohledem Komise pro cenné papíry do doby, kdy vypořádá majetkové vztahy ve fondech, následně ukončí činnosti fondů a poté ukončí i svou existenci
- další možností bylo slučování s takovými investičními společnostmi, které podmínky splňovaly

Výsledkem tohoto procesu bylo, že z kapitálového trhu odešlo přes 85% investičních společností, které na něm ještě počátkem roku 1998 působily¹¹³. Je samozřejmé, že to, co platí pro investiční společnosti, platí i pro fondy. Každý fond totiž musel být spravován nějakou investiční společností, proto nastal i úbytek v počtu fondů. Mimo snižování počtu fondů nastala z důvodu povinnosti transformace investičních fondů a uzavřených podílových fondů na otevřené podílové fondy ještě jedna velice důležitá změna a sice fundamentální proměna struktury kolektivního investování v České republice. Uzavřené podílové fondy zcela

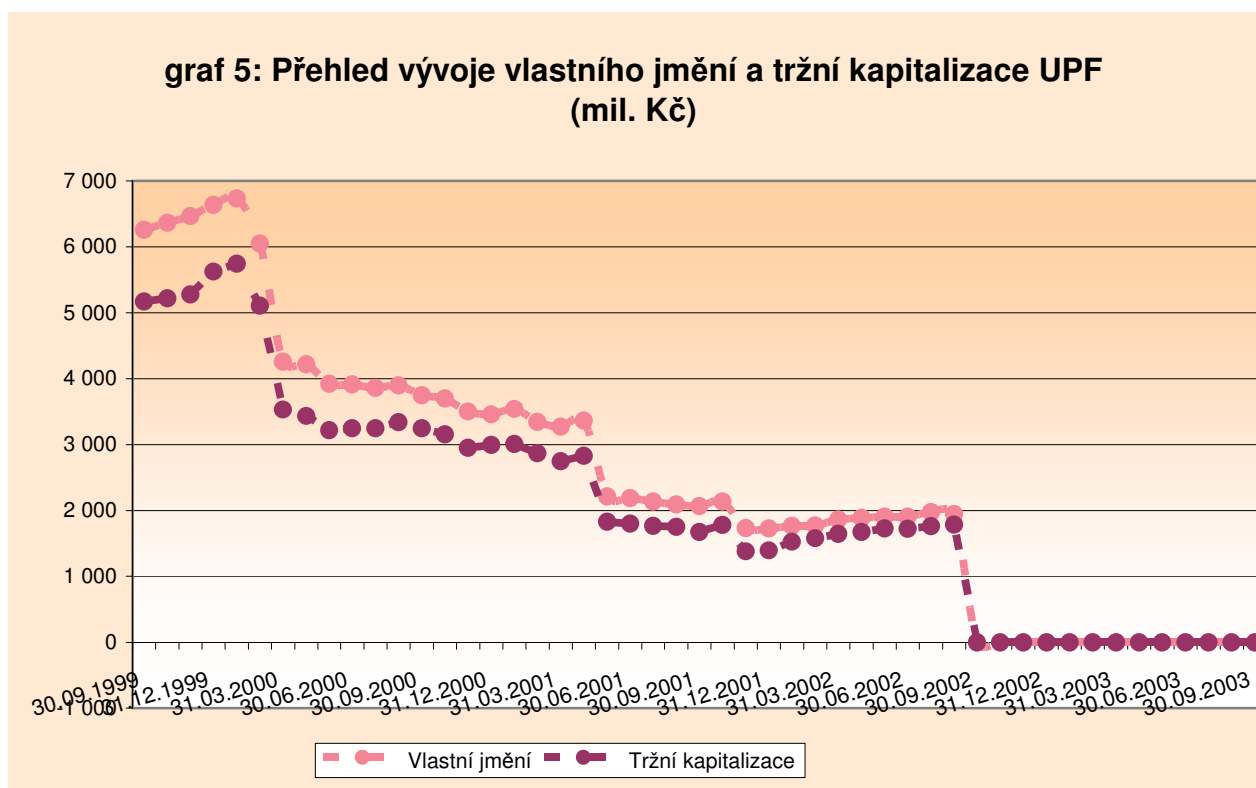
¹¹⁰ interní materiály Komise pro cenné papíry

¹¹¹ Ivan Vrhel: *Vznik a vývoj českého kapitálového trhu*, diplomová práce na Institutu ekonomických studií, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy (2004), zde převzato ze statistik Komise pro cenné papíry

¹¹² interní materiály Komise pro cenné papíry

¹¹³ interní materiály Komise pro cenné papíry

vymizely z českého kapitálového trhu do konce roku 2002 tak jak jim ukládal zákon. To ostatně dokládá graf vývoje vlastního jmění a tržní kapitalizace uzavřených podílových fondů (graf 5) a tabulka vývoje počtu fondů a jejich základních veličin (tabulka 6).



zdroj: AKAT¹¹⁴

tabulka 6: Vývoj uzavřených podílových fondů v čase

Období	Počet fondů	Vlastní jmění (mil. Kč)	Diskont *	Tržní kapitalizace (mil. Kč)
30.9.1999	11	6 260	18,12%	5 169
31.10.1999	11	6 367	19,90%	5 218
30.11.1999	11	6 467	19,80%	5 275
31.12.1999	11	6 637	15,86%	5 626
31.1.2000	11	6 734	15,28%	5 744
29.2.2000	8	6 049	18,12%	5 107
31.3.2000	7	4 259	18,50%	3 533
30.4.2000	7	4 217	20,23%	3 435
31.5.2000	6	3 923	18,32%	3 215
30.6.2000	6	3 913	17,27%	3 246
31.7.2000	6	3 861	15,36%	3 244

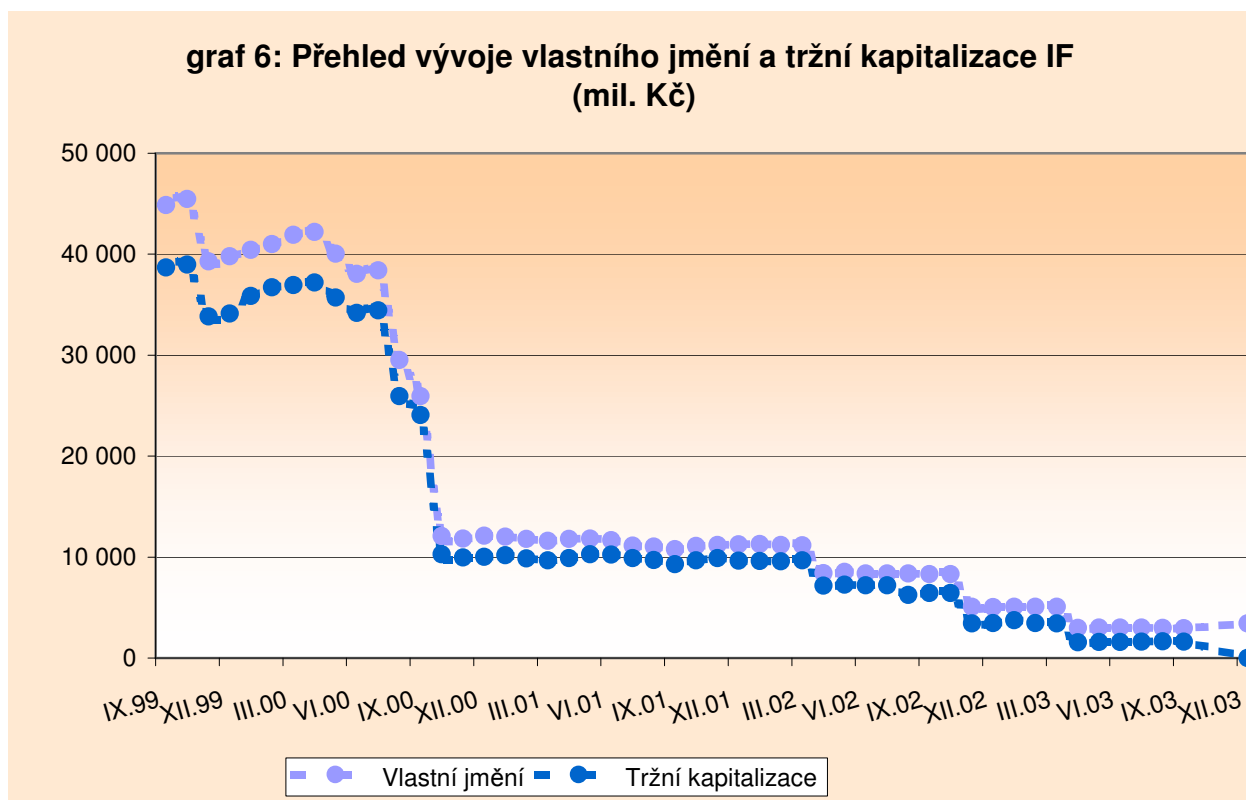
¹¹⁴ data poskytla Asociace pro kapitálová trh (AKAT)

31.8.2000	6	3 899	16,28%	3 339
30.9.2000	6	3 749	14,20%	3 244
31.10.2000	5	3 698	16,17%	3 155
30.11.2000	5	3 502	17,23%	2 950
31.12.2000	5	3 457	14,41%	2 992
31.1.2001	5	3 541	15,43%	3 005
28.2.2001	5	3 342	15,54%	2 867
31.3.2001	5	3 270	15,95%	2 748
30.4.2001	5	3 359	17,00%	2 827
31.5.2001	4	2 212	17,22%	1 828
30.6.2001	4	2 188	18,15%	1 803
31.7.2001	4	2 137	17,33%	1 764
31.8.2001	4	2 090	15,89%	1 751
30.9.2001	4	2 066	16,96%	1 676
31.10.2001	4	2 133	15,16%	1 782
30.11.2001	2	1 731	19,90%	1 380
31.12.2001	2	1 728	19,70%	1 392
31.1.2002	2	1 767	13,78%	1 526
30.02.2002	2	1 771	11,99%	1 580
31.3.2002	2	1 865	11,49%	1 647
30.4.2002	2	1 889	11,29%	1 673
31.5.2002	2	1 907	9,50%	1 728
30.6.2002	2	1 905	9,39%	1 725
31.7.2002	2	1 976	10,82%	1 762
31.8.2002	2	1 946	8,11%	1 788
30.9.2002	0	0	0,00%	0
31.10.2002	0	0	0,00%	0
30.11.2002	0	0	0,00%	0
31.12.2002	0	0	0,00%	0

zdroj: AKAT¹¹⁵

¹¹⁵ data poskytla Asociace pro kapitálová trh (AKAT)

U investičních fondů byla situace lehce odlišná, protože v případě čtyř těchto fondů zkomplikovaly proces otevírání žaloby minoritních akcionářů. Komise pro cenné papíry uvádí, že v těchto čtyřech fondech byl majetek za přibližně 2,3 miliardy korun¹¹⁶. Dle mých informací by v dnešní době neměl být aktivní ani jeden z těchto čtyř fondů (navíc to potvrzuje tabulka 8: Vývoj objemu majetku ve fondech v letech 1998 - 2008 na straně 59). Všechny byly buď transformovány na otevřené podílové fondy nebo jsou v likvidaci. Následuje graf vývoje vlastního jmění a tržní kapitalizace investičních fondů v čase (graf 6) a tabulka zachycující počty fondů a hlavní sledované veličiny (tabulka 7):



zdroj: AKAT¹¹⁷

¹¹⁶interní materiály Komise pro cenné papíry

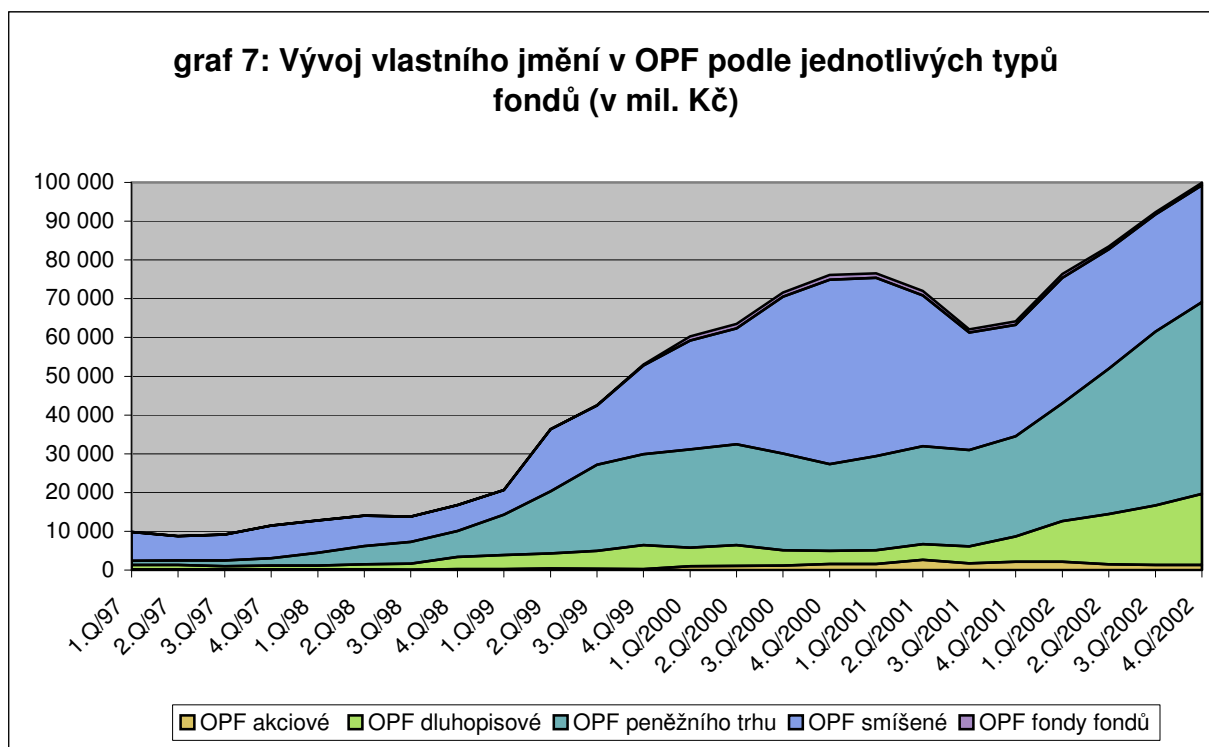
¹¹⁷ data poskytl Asociace pro kapitálová trh (AKAT)

tabulka 7: Vývoj investičních fondů v čase				
Období	Počet	Vlastní jmění (mil. Kč)	Diskont*	Tržní kapitalizace* (mil. Kč)
30.9.1999	14	44 874	15,29%	38 674
31.10.1999	14	45 460	18,23%	38 953
30.11.1999	13	39 290	17,70%	33 840
31.12.1999	13	39 800	17,38%	34 117
31.1.2000	13	40 440	14,22%	35 850
29.2.2000	13	40 982	13,64%	36 726
31.3.2000	13	41 912	15,39%	36 948
30.4.2000	13	42 214	13,24%	37 182
31.5.2000	12	40 045	11,18%	35 689
30.6.2000	12	38 046	11,44%	34 164
31.7.2000	12	38 407	10,73%	34 442
31.8.2000	11	29 531	11,59%	25 935
30.9.2000	10	25 929	11,02%	24 067
31.10.2000	9	12 091	12,82%	10 286
30.11.2000	9	11 841	13,82%	9 947
31.12.2000	9	12 104	14,83%	10 026
31.1.2001	8	12 001	15,17%	10 162
28.2.2001	8	11 790	16,35%	9 851
31.3.2001	8	11 607	16,84%	9 660
30.4.2001	8	11 782	15,87%	9 886
31.5.2001	8	11 818	13,28%	10 288
30.6.2001	8	11 652	11,82%	10 236
31.7.2001	8	11 140	11,34%	9 905
31.8.2001	8	11 046	12,15%	9 703
30.9.2001	8	10 793	14,39%	9 279
31.10.2001	8	11 104	13,16%	9 685
30.11.2001	8	11 203	12,36%	9 883
31.12.2001	8	11 240	14,74%	9 627
31.1.2002	8	11 276	15,02%	9 619
28.2.2002	8	11 196	14,50%	9 581
31.3.2002	8	11 175	14,00%	9 665
30.4.2002	7	8 410	14,22%	7 166
31.5.2002	9	8 539	12,38%	7 275
30.6.2002	9	8 379	11,55%	7 204
31.7.2002	9	8 378	11,99%	7 194

31.8.2002	9	8 377	11,60%	6 258
30.9.2002	9	8 319	9,11%	6 421
31.10.2002	9	8 319	7,48%	6 422
30.11.2002	7	5 063	9,14%	3 428
31.12.2002	7	5 057	7,95%	3 449
31.1.2003	7	5 066	6,74%	3 751
28.2.2003	7	5 075	8,27%	3 447
31.3.2003	7	5 075	8,53%	3 433
30.4.2003	6	2 980	5,66%	1 567
31.5.2003	6	3 016	6,87%	1 573
30.6.2003	6	3 026	6,96%	1 578
31.7.2003	6	3 014	4,60%	1 617
31.8.2003	6	2 988	5,82%	1 643
30.9.2003	6	2 959	4,74%	1 623
31.12.2003	4	3 417	N.A.	0

zdroj: AKAT¹¹⁸

Další graf zachycuje růst vlastního jmění v otevřených podílových fondech od roku 1997:



zdroj: Komise pro cenné papíry¹¹⁹

Na uvedených grafech a tabulkách tedy jasně vidíme markantní proměnu kapitálového trhu v závěru devadesátých let a v prvních letech nového tisíciletí.

¹¹⁸ data poskytla Asociace pro kapitálová trh (AKAT)

¹¹⁹ interní materiály Komise pro cenné papíry

5. Souhrnné zachycení vývoje majetku ve fondech v čase

Moje další snaha bude souhrnně zachytit proměnu majetku v investičních fondech od doby po skončení kuponové privatizace do současnosti a vyjádřit rozsah škod, které byly způsobeny různou nelegální činností zakladatelů a správců investičních fondů a investičních skupin.

Než ale přejdeme k tomuto bodu, dovoluji mi drobnou odbočku, která je ovšem pro vývoj hodnoty majetku ve fondech velice důležitá. Ocenění hodnoty akcií ve fondech po skončení kuponové privatizace bylo již sice v tržních cenách, ale v té době panoval značný informační deficit. Z toho plyne, že tyto tržní ceny nebyly postaveny na pevných základech a podléhaly poměrně dramatickým změnám ve chvílích, kdy různé informace o různých podnicích vcházely ve známost. To způsobilo, že hodnota majetku ve fondech, která činila v době ukončení kuponové privatizace asi 192 miliard korun v tržní hodnotě¹²⁰, přirozeně poklesla v průběhu několika let o zhruba 50 miliard korun¹²¹.

Nyní můžeme přistoupit k celkovému zhodnocení vývoje majetku ve fondech od skončení kuponové privatizace do současnosti:

- Základní hodnota, od které se bude vše odvíjet, je již několikrát zmíněných 192 miliard korun, což je majetek ve fondech v závěru roku 1994.
- Od této částky odečteme výše vysvětlený přirozený pokles tržní hodnoty majetku v objemu 50 miliard korun. Nynější hodnota je tedy asi 142 miliard.
- 50 miliard byla hodnota majetku ve fondech, které se transformovaly na běžné akciové společnosti. Připomínám, že podle již zmíněných odhadů Komise pro cenné papíry bylo odčerpáno přibližně 80 % této částky (cca 40 miliard)¹²². Hodnota majetku ve fondech je tedy nyní přibližně 90 miliard korun. Tento údaj platí přibližně pro závěr roku 1996.

¹²⁰ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 122)

¹²¹ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 122)

¹²² Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 123)

- Dalších 9,6 miliardy korun bylo podvodně vyvedeno z netransformovaných fondů¹²³. Hlavní část podvodů se podle mých informací stala mezi lety 1996 a 1998. Hodnota majetku ve fondech je tedy přibližně 80 miliard korun v závěru roku 1998.
- Pro ilustraci dalšího vývoje uvádím dvě tabulky z internetových stránek Asociace kapitálového trhu. Je na nich zachycen vývoj objemu majetku ve fondech od stavu k 31.12.1998 do stavu k 31.12.2008 a čisté prodeje podílových listů otevřených podílových fondů od roku 1997 po první měsíce roku 2009. Tabulky jsem záměrně nekrátil, aby sloužily jako ilustrace vývoje na českém kapitálovém trhu. Je pravdou, že současný stav na kapitálovém trhu nemá ve většině případů privatizační minulost, přesto je důvěra v kolektivní investování pojítkem mezi minulostí a současností. Tabulky dat přesahujících do současnosti tak ukazují obnovenou důvěru drobných investorů v nástroje kolektivního investování v optice objemu spravovaných prostředků. Zároveň je zachycen i vliv současné nálady na kapitálových trzích, která je charakterizována snahou investorů stáhnout své prostředky. Když se tedy podíváme v tabulce vývoje objemu majetku ve fondech na řádek pro stav k 31.12.1999 zjistíme, že celkový objem majetku ve fondech byl lehce přes sto miliard korun. Jsou zde zachyceny otevřené podílové fondy, uzavřené podílové fondy a dále investiční fondy. Jak jsem již uvedl v předchozím bodě, objem majetku ve fondech měl být na konci roku 1998 dle mých výpočtů v přibližné hodnotě 80 miliard korun. Tabulka čistých prodejů uvádí pro rok 1999 částku přibližně 17 miliard korun a pro rok 1998 částku něco přes dvě miliardy korun (poslední sloupec). Čisté prodeje znamenají nárůst majetku ve fondech v podobě nových investic. Když tedy vezmeme hodnotu majetku ve fondech k 31.12.1999 (100 miliard korun) a odečteme od ní hodnotu čistých prodejů za roky 1999 a 1998 dostaneme se k hodnotě přibližně 80 miliard korun, která koresponduje s mými výpočty. Nárůst majetku mezi roky 1998 a 1999 byl v otevřených fondech lehce přes 36 miliard korun, přičemž čisté prodeje byly v roce 1999 asi 17 miliard korun. Dopočet do 36 miliard korun (tedy asi 19 miliard korun) nám dále zachycuje proces transformace uzavřených podílových fondů a investičních fondů na otevřené fondy. **Vývoj majetku ve fondech je tak komplexně podchycen od kuponové privatizace až po současnost.**

¹²³ Tomáš Ježek: *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky* (s. 123)

tabulka 8: Vývoj objemu majetku ve fondech v letech 1998 – 2008 (v mil. Kč)

Období	AKAT – OPF		AKAT – UPF		AKAT – IF		Zahraníční fondy		OPF – nečlenové		Celkem
	VK	Podíl	VK	Podíl	VK	Podíl	v ČR*		AKAT		
							VK	Podíl	VK	Podíl	
31.12.2008	120 883	49,57 %	0	0,00 %	0	0,00 %	122 998	50,43 %	0	0,00 %	243 881
30.9.2008	150 828	51,93 %	0	0,00 %	0	0,00 %	139 631	48,07 %	0	0,00 %	290 459
30.6.2008	157 268	53,10 %	0	0,00 %	0	0,00 %	138 921	46,90 %	0	0,00 %	296 189
31.3.2008	159 414	53,78 %	0	0,00 %	0	0,00 %	137 029	46,22 %	0	0,00 %	296 443
31.12.2007	163 178	51,77 %	0	0,00 %	0	0,00 %	142 226	45,12 %	9 824	3,12 %	315 228
31.12.2006	147 501	54,03 %	0	0,00 %	0	0,00 %	116 548	42,69 %	8 958	3,28 %	273 007
31.12.2005	135 203	58,13 %	0	0,00 %	0	0,00 %	89 710	38,57 %	7 686	3,30 %	232 599
31.12.2004	109 159	63,09 %	0	0,00 %	196	0,11 %	60 050	34,71 %	3 612	2,09 %	173 017
31.12.2003	105 168	68,38 %	0	0,00 %	1 224	0,80 %	45 910	29,85 %	1 488	0,97 %	153 790
31.12.2002	99 897	69,03 %	0	0,00 %	5 057	3,49 %	30 730	21,24 %	9 021	6,23 %	144 705
31.12.2001	64 184	80,81 %	1 728	2,18 %	11 240	14,15 %			2 277	2,87 %	79 429
31.12.2000	76 104	80,57 %	3 457	3,66 %	12 104	12,81 %			2 792	2,96 %	94 457
31.12.1999	53 049	52,70 %	6 637	6,59 %	39 800	39,54 %			1 183	1,18 %	100 669
31.12.1998	16 795	93,00 %							1 265	7,00 %	18 060

zdroj: AKAT¹²⁴

tabulka 9: Čisté prodeje v letech 1997 – 2009 (v mil. Kč)

Období	Typ	Akciové	Dluhopisové	Peněžního trhu	Fondy fondů	Smíšené	Nemovitostní	Všech zaměření
V.09	prodeje	23,3	16,7	11,1	0	9,3	0	60,4
	odkupy	3,1	7,6	21,1	0	24,8	0	56,7
	čisté prodeje	20,2	9,1	-10,1	0	-15,5	0	3,7
IV.09	prodeje	175,8	98,3	425,7	79,9	40,3	9,8	829,8
	odkupy	104,4	193,4	946,6	246,3	111	12,8	1 614,5
	čisté prodeje	71,4	-95,1	-520,9	-166,4	-70,6	-3	-784,7
III.09	prodeje	129,5	88,6	960	117,5	49,3	14,6	1 359,5
	odkupy	115	479,3	2 203,7	481,4	387,8	35,9	3 703,1
	čisté prodeje	14,5	-390,6	-1 243,7	-355,8	-338,5	-21,3	-2 335,5
II.09	prodeje	122,1	194	899,3	136,4	48	21,3	1 421,0
	odkupy	141,3	668	2 478,8	592	319,3	63,2	4 262,5
	čisté prodeje	-19,2	-474	-1 579,6	-451	-271,3	-41,9	-2 837,0
I.09	prodeje	155,1	198,4	1 060,1	259,6	140	23,3	1 836,5
	odkupy	78,4	321,8	4 015,7	580,6	309,1	83,8	5 389,3
	čisté prodeje	76,7	-123,4	-2 955,6	-320,9	-169,1	-60,6	-3 552,7
1.5.2009	prodeje	605,8	596	3 356,1	593,4	287	68,9	5 507,2
	odkupy	442,3	1 670,0	9 665,9	1 900,2	1 151,9	195,8	15 026,1
	čisté prodeje	163,5	-1 074,0	-6 309,9	-1 294,1	-865	-126,8	-9 506,3

¹²⁴ internetové stránky Asociace pro kapitálový trh (AKAT) <http://www.akatcr.cz/stats/unispodil.do>

Období	Typ	Akciové	Dluhopisové	Peněžního trhu	Fondy fondů	Smíšené	Nemovitostní	Všech zaměření
2008	prodeje	4 017,5	1 808,7	20 012,7	5 356,0	3 330,0	863,6	35 388,5
	odkupy	3 878,5	8 558,6	39 333,6	7 044,6	5 546,0	462,5	64 823,8
	čisté prodeje	139,1	-6 749,9	-19 320,9	-1 688,7	-2 216,0	401,1	-29 435,3
2007	prodeje	9 520,0	3 888,0	23 942,0	12 132,0	8 793,0	1 021,0	59 296,0
	odkupy	5 455,0	7 701,0	23 759,0	2 967,0	4 431,0	9	44 322,0
	čisté prodeje	4 066,0	-3 812,0	183	9 165,0	4 362,0	1 012,0	14 976,0
2006	prodeje	6 605,0	4 363,0	20 534,0	8 423,0	6 687,0	0	46 612,0
	odkupy	3 480,0	6 632,0	23 367,0	1 469,0	3 243,0	0	38 191,0
	čisté prodeje	3 125,0	-2 270,0	-2 833,0	6 954,0	3 444,0	0	8 420,0
2005	prodeje	4 137,0	8 618,0	29 832,0	3 846,0	6 481,0	0	52 914,0
	odkupy	2 464,0	5 067,0	19 210,0	340	7 175,0	0	34 256,0
	čisté prodeje	1 673,0	3 751,0	10 622,0	3 506,0	-694	0	18 858,0
2004	prodeje	2 627,0	2 065,0	25 498,0	241	2 847,0	0	33 278,0
	odkupy	1 501,0	8 648,0	14 388,0	168	10 394,0	0	35 099,0
	čisté prodeje	1 125,0	-6 583,0	11 110,0	73	-7 547,0	0	-1 822,0
2003	prodeje	1 842,0	13 630,0	58 215,0	315	1 397,0	0	75 399,0
	odkupy	654	7 154,0	55 930,0	206	8 827,0	0	72 771,0
	čisté prodeje	1 188,0	6 476,0	2 285,0	109	-7 429,0	0	2 629,0
2002	prodeje	407	11 223,0	50 562,0	130	766	0	63 088,0
	odkupy	556	4 391,0	28 561,0	208	10 099,0	0	43 815,0
	čisté prodeje	-149	6 832,0	22 001,0	-78	-9 333,0	0	19 273,0
2001	prodeje	1 722,0	3 867,0	13 369,0	313	863	0	20 134,0
	odkupy	2 031,0	1 242,0	10 822,0	369	17 586,0	0	32 050,0
	čisté prodeje	-309	2 625,0	2 547,0	-56	-16 723,0	0	-11 916,0
2000	prodeje	2 938,0	2 393,0	13 081,0	1 634,0	15 622,0	0	35 668,0
	odkupy	1 581,0	2 955,0	14 260,0	487	22 373,0	0	41 656,0
	čisté prodeje	1 357,0	-562	-1 179,0	1 147,0	-6 751,0	0	-5 988,0
1999	prodeje	1 254,0	6 036,0	24 407,0	292	6 384,0	0	38 373,0
	odkupy	1 168,0	3 779,0	8 776,0	10	7 583,0	0	21 316,0
	čisté prodeje	86	2 257,0	15 631,0	282	-1 199,0	0	17 057,0
1998	prodeje	409	2 630,0	5 658,0	0	1 249,0	0	9 946,0
	odkupy	143	520	1 639,0	0	5 506,0	0	7 808,0
	čisté prodeje	266	2 110,0	4 019,0	0	-4 257,0	0	2 138,0
1997	prodeje	3	56	1 898,0	0	1 846,0	0	3 803,0
	odkupy	4	494	761	0	5 888,0	0	7 147,0
	čisté prodeje	-1	-438	1 137,0	0	-4 042,0	0	-3 344,0

zdroj: AKAT¹²⁵

- Nezbyvá než dodat, že prokazatelné škody byly ve výši minimálně 49,6 miliardy korun. Přibližně 40 miliard korun bylo vyvedeno z fondů transformovaných na holdingy a dalších 9,6 miliardy z netransformovaných fondů.
- Dalším zajímavým faktem je, že fondy s minulostí v kuponové privatizaci se na objemu majetku ve fondech již v roce 2004 (celkový majetek kolem 100 miliard

¹²⁵ internetové stránky Asociace pro kapitálový trh (AKAT) <http://www.akatcr.cz/stats/flow.do>

korun) nepodílely ani jednou čtvrtinou¹²⁶. Toto tvrzení podporuje i pozorovaný trend v tabulce 9 – Čisté prodeje ve fondech, kdy „privatizační minulost“ mohou z definice mít pouze akciové a smíšené fondy. V období let 1997 až 2004 ovšem pozorujeme silné snižování objemu majetku ve smíšených fondech (záporné čisté prodeje) a pouze velice mírné zvyšování majetku v akciových fondech. Naopak u ostatních typů fondů vidíme kladné čisté prodeje a to ve značných objemech. Z toho plyne, že důvěra v kolektivní investování byla z velké části obnovena a že privatizační fondy se přirozeným způsobem začlenily mezi ostatní typy fondů, aniž by tvořily jakoukoliv majoritní část.

¹²⁶interní materiály Komise pro cenné papíry

6. Vývoj a dnešní podoba největších investičních skupin z prvního a druhého kola kuponové privatizace

Následující tabulka se snaží přehledně zachytit osud největších investičních skupin v kuponové privatizaci. Opět vycházím z výše uvedených dat – konkrétně z tabulek 4 a 5 (např. strany 47, 48). Obecně lze říci, že privatizační fondy, které byly založené státními bankami, setrvaly v segmentu kolektivního investování a svou činnost dále rozvíjely. Naopak fondy založené soukromými strukturami prokázaly silnou tendenci opustit sektor kolektivního investování a transformovat se na běžnou akciovou společnost – holding. V daném vzorku největších investičních skupin můžeme pozorovat i dva extrémy v oblasti soukromých skupin a to případy HC&C a PPF. Obě tyto investiční společnosti se svými fondy měly snahu opustit oblast kolektivního investování a transformovat se na holdingy. Z HC&C byl ovšem různými nelegálními a pololegálními cestami odčerpán majetek a nyní jsou fondy této skupiny buď zlikvidovány, nebo v likvidaci. Celková škoda se odhaduje na 11 miliard korun. Naproti tomu z PPF se stala silná a prosperující skupina s mnoha investičními aktivitami nejen v České republice, ale i v Rusku a asijských zemích. Dalším dobrým příkladem fungující soukromé skupiny je Expandia. Data v tabulce jsem vyhledával většinou z internetových zdrojů a v obchodním rejstříku. Z vlastní zkušenosti tedy mohu říci, že situace je značně nepřehledná a informace značně rozptýlené nebo nedostupné. Společnosti, které byly zlikvidovány, již nejsou ani zaneseny v obchodním rejstříku, čímž se situace dále komplikuje. Dalším problémem je, že investiční skupiny zakládaly více fondů, z nichž se některé transformovaly na holdingy, jiné zase fungovaly jako investiční nebo uzavřené fondy, přičemž docházelo i k různým slučováním či jiným změnám. Snaha zmapovat kompletní osudy již pouze těchto 16 skupin by tedy byla spíše námětem na další samostatnou práci.

tabulka 10: Vývoj největších investičních skupin podle výsledků kuponové privatizace			
název skupiny	transformace na holding (Ano/Ne)	současný stav	Poznámka
AG	podařilo se mi dohledat jen: AGB IF I. Ano; AGB IF II. Ne	jeden fond vymazán z OR, druhý existuje	transformovaný AGB IF I. je nyní aktivní pod názvem Equity Holding, a.s.; investiční fond AGB II. Byl v roce 2001 vymazán z OR (Obchodní rejstřík)

Expandia	Ano (ale až v roce 1997)	existuje	původní název privatizačního fondu byl Chemofond, a.s., investiční fond (IČO 45245622); skupina Expandia je funkční a úspěšná i v současnosti
HC&C	Ano	vesměs zlikvidováno nebo v likvidaci	odhad škod dosahuje částky 11 miliard korun
Kvanto ČSOB	Ne	některé původní fondy vymazány z OR	některé fondy této skupiny jsou zlikvidovány, jiné vlivem Komise pro cenné papíry přejmenovány; celkově lze ale skupinu fondů kolem ČSOB považovat za bezproblémové
KIS ČP	Ne	existuje	původní investiční skupina K I S a.s. kapitálová investiční společnost České pojišťovny se v roce 2001 přejmenovala na ČP INVEST investiční společnost, a.s.; stále se pohybuje v oboru kolektivního investování
IS entrep.	Ano, ale povolení bylo odňato	v likvidaci	
YSE	dva Ano; dva Ne	většinou zlikvidovány	dva fondy se transformovaly na holdingy, z nich jeden je v konkurzu a druhý je funkční pod názvem Bohemia Venture, a.s.; další dva fondy byly uzavřené podílové fondy, oba jsou vymazané z OR
Czech Coupon	Ano	vymazán z OR	při transformaci na holding přejmenováno na I.EPIC HOLDING, a.s.; dnes vymazáno z OR
PPF	Ano (částečně až po 1996)	existuje	původní investiční společnost (IČO 43222277) sice byla zlikvidována, ale skupina jako taková je funkční a úspěšná; např. z jednoho investičního fondu (transformován po 1.7.1996) se vyvinula společnost Home Credit
SIS ČSP	Ne	existuje	investiční fondy České spořitelny patří mezi úspěšné příklady z okruhu privatizačních fondů
IKS KB	Ne	existuje	investiční fondy Komerční banky patří mezi úspěšné příklady z okruhu privatizačních fondů
Morče IS	Ano (ale až v roce 1997)	v likvidaci	
PIAS IB	Ano	vymazáno z OR	První Investiční a.s. zanikla bez likvidace k 13.1.2004 a její jmění převzala investiční společnost ČSOB
CS fondy	Ano	v likvidaci	C.S. Fond, a.s., investiční společnost je od 22.2.1999 v likvidaci
CA	Ano (ale až v roce 1997)	investiční společnost zlikvidována; fond existuje	samotná investiční společnost CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. byla vymazána z OR; ovšem jeden privatizační fond (trans. Po 1996) dodnes funguje pod názvem Český holding, a.s.
ŽB	Ne	investiční společnost zlikvidována	investiční společnost ŽB-Trust, investiční společnost, a.s. byla ke dni 27. 10. 2004 sloučena s Pioneer česká investiční společnost, a.s. (IČO 63078295)

zdroj: vlastní hledání na internetu a v obchodním rejstříku

7. Vliv Komise pro cenné papíry na odstraňování následků podvodů ve fondech

V souvislosti s přítomností značných škod v procesu vývoje kapitálových trhů v České republice bych rád zmínil i výsledky Komise pro cenné papíry v oblasti napravování následků deliktů hospodářské kriminality. Materiály Komise uvádějí, že mezi rokem 1998 a březnem 2004 se podařilo vrátit do fondů přibližně 2,5 miliardy korun, které byly předtím nelegálně odčerpány¹²⁷. Logicky jde pouze o fondy nad kterými měla Komise pravomoc – tedy o ty, které se netransformovaly na běžné akciové společnosti v roce 1996. Připomínám, že celková výše odčerpaných prostředků z těchto fondů byla přibližně 9,6 miliardy korun. Úspěšnost Komise v tomto ohledu je tedy přibližně 25%. Množství podvodně vyvedeného majetku navíc po zřízení Komise (tedy po 1.4.1998) kleslo na 8% částky, která byla z fondů vyvedena v období let 1996 až 1998, přičemž po roce 2000 byla výše nově zdokumentovaných škod na majetcích fondů pouze 0,1 miliardy korun¹²⁸. Zdá se tedy, že po letech nízké efektivity vykonávané regulace a dokonce i nízké úrovně legislativy dohledu nad kapitálovým trhem obecně, se situace změnila a na kapitálové trhy se mohla začít vracet důvěra doprovázená prosperitou. Následuje tabulka, která je převzata z materiálů Komise pro cenné papíry a která ukazuje objem prostředků vrácených do fondů z popudu Komise pro cenné papíry. Tabulka byla zveřejněna k 30.6.2002¹²⁹.

tabulka 11: Objem prostředků navrácených do investičních fondů a investičních společností

Poškozené fondy	Nelegálně odčerpáno (v mil. Kč)	Kroky dozoru	Navrácení do fondů (v mil. Kč)	Způsob	Poslední stav	Trestní stíhání
<i>AGB, investiční fond II</i>	838+450 ¹³⁰	NS, TO	885+450	<i>Dohoda o narovnání</i>	<i>čeká se na zastavení soudního řízení</i>	<i>odloženo</i>
<i>Trend – výběrový investiční fond, a.s.</i>	1 250	NS, TO	350	<i>Dohoda o narovnání (vypořádáno jen 5 mil. Kč)</i>	<i>čeká se na odblokování akcií Kotvy</i>	<i>pokračuje</i>
Podílové fondy - C.S. fond, investiční společnost, a.s.	1 230	NS, TO	170	Vymáhání společnosti	žaloba na Plzeňskou banku	4 odsouzení, dosud nepravomocná

¹²⁷ interní materiály Komise pro cenné papíry

¹²⁸ interní materiály Komise pro cenné papíry

¹²⁹ kurzívou psané texty nebyly k tomuto datu ještě zcela vypořádány – AGB, Trend, Mercia

¹³⁰ jde o částku financovanou Agrobankou Praha, a.s., která jí má být vrácena

C.S. Infrastrukturní investiční fond, a.s.	300	OKN	144	Rozhodnutí Komise	transformován na běžnou a.s.	
<i>Mercia investiční fond, a.s.</i>	250	NS, TO	17	<i>Dohoda o narovnání (vypořádáno jen 8 mil. Kč)</i>	<i>likvidace fondu</i>	<i>Obvinění</i>
Podílové fondy – První investiční společnost, a.s.	250	OKN	337	Rozhodnutí Komise	žaloba u vrchního soudu	
podílový fond Futurum Aurum Investiční společnost Futurum, a.s.	143	odnětí povolení	80	Rozhodnutí soudu	likvidace fondu	1 pravomocně odsouzen
Podílový fond - A – INVEST, investiční společnost a.s.	80	OKN	80	Rozhodnutí Komise	likvidace fondu	
<i>Podílové fondy ISFE, KSIO</i>	71	NS, TO	20	<i>Vymáhání IS, dosud nevypořádán Druhý fond KSIO</i>	<i>výmaz z obchodního rejstříku</i>	<i>Probíhá</i>
Podílové fondy - Investiční společnost EVBAK, a.s.	62	NS, OKN, TO	36	Rozhodnutí Komise	konkurz	Probíhá
Investiční fond Pragofond – Pražská investiční společnost	42	OKN	42	Dohoda zainteresovaných stran	výmaz z obchodního rejstříku	
Výběrový investiční fond, a.s. – Výběrová investiční společnost, a.s.	30	OKN	30	Dohoda zainteresovaných stran	výmaz z obchodního rejstříku	
Podílový fond – Invescom, investiční společnost, a.s.	30	NS, TO	8	Dohoda o narovnání	existující společnost	2 obvinění
Podílový fond BVV, investiční společnost, a.s.	8	OKN	8	Rozhodnutí Komise	Likvidace fondu	
Do 30.6.2002 navráčeno celkem			2207			
Legenda						
Kroky dozoru	Jaké úkony byly činy orgánem státního dozoru v souvislosti s majetkovou újmou					
	NS	byla zavedena nucená správa				
	TO	bylo podáno trestní oznámení				
	OKN	bylo uloženo opatření k nápravě				
Navrácení	uvádí částku, která byla (nebo má být) navráčena					
Způsob	uvádí způsob, jakým došlo nebo má dojít k navrácení peněžních prostředků					
Poslední stav	poslední známý relevantní stav v dané společnosti nebo dané společnosti se týkající					

zdroj: Komise pro cenné papíry¹³¹

¹³¹ interní materiály Komise pro cenné papíry

8. Hodnocení úspěšnosti investičních privatizačních fondů s ohledem na splnění záměrů tvůrců privatizační strategie

Již v kapitole zabývající se vznikem investičních privatizačních fondů jsem uváděl hlavní důvody, které vedly tvůrce privatizační strategie k tomu, že do již rozběhlého procesu kuponové privatizace „vpustili“ původně neplánované investiční privatizační fondy. Ve zmíněné kapitole jsem jednotlivé hlavní důvody vyjmenoval a připojil k nim krátký komentář. Nyní je ale vhodná doba se k této problematice vrátit a na dané motivace se podívat zpětně, tedy optikou současných zkušeností, znalostí a poznání.

Vyjmenované důvody tedy byly následující:

- obava, že kuponová privatizace přinese příliš rozptýlené vlastnictví podniků¹³²
- potřeba vytvořit struktury, které se budou starat o Corporate Governance ve zprivatizovaných společnostech¹³³
- snaha umožnit vznik zprostředkovatelů na kapitálovém trhu¹³⁴
- záměr podpořit shromažďování dodatečných finančních prostředků po kuponové privatizaci, které by se použily na restrukturalizaci zprivatizovaných podniků¹³⁵

8.1. ad1 – přílišná rozptýlenost vlastnictví podniků

Oficiálně měly zprivatizované podniky v součtu miliony vlastníků-akcionářů, ale je pravda, že se tento problém, co do počtu relevantních vlastnických subjektů, privatizačními fondy značně řešil. V průběhu kuponové privatizace sice vzniklo značné množství privatizačních fondů – až 713 subjektů na kapitálovém trhu¹³⁶, ale jak vyplývá z tabulek čtrnácti největších investičních skupin po první a druhé vlně kuponové privatizace (např. strany 47, 48), byl značný rozdíl v jejich velikosti a vlivu. Poměrně malé množství investičních skupin tak

¹³²Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 163)

¹³³Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 19)

¹³⁴Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 49) a Dušan Tříška: *The role of investment funds in the Czech republic* (s. 6)

¹³⁵ myšlenka restrukturalizace podniků novými vlastníky vzešlými z procesu privatizace byla silně akcentována - viz. Tomáš Mandík: *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*, diplomová práce (s. 29), kde parafrázuje myšlenky Václava Klause z publikace Václav Klaus: *Ekonomická teorie a realita transformačních procesů*. Praha: Management Press, 1995 (s.155)

¹³⁶ interní materiály Komise pro cenné papíry

získalo většinu akcií, které byly v držení privatizačních fondů. Dalším důvodem proč lze akciový trh po kuponové privatizaci považovat za koncentrovaný je fakt, že fondy se velice často zaměřovaly na získání maximálního zákonem dovoleného podílu akcií v privatizovaných podnicích ve výši 20 %. Ihned po skončení kuponové privatizace se také začal trh čistit a řada fondů se sloučila s jinými. Z toho plyne, že počet akcionářů (do kterých počítám i fondy jakožto správce akcií) měl snižující se tendenci. V tomto bodě je velice důležitý i vývoj portfolií, které fondy obhospodařovaly. Situace nebyla statická, tedy taková, že by držení akcií po kuponové privatizaci bylo rigidní a fondy by se nijak nesnažily optimalizovat svá portfolia. Myslím, že právě naopak. Dle mých zdrojů začaly fondy velice rychle zjišťovat skutečné informace o zprivatizovaných podnicích, ke kterým měly jako správci akcií daleko lepší přístup než před kuponovou privatizací, a následně docházelo k dalším prodejům nebo nákupům akcií podle uvážlivého rozhodnutí fondů. Bohužel je nutné konstatovat, že tyto nákupy a prodeje se děly většinou mimo oficiální trh (viz další body).

Dalšími hráči na poli koncentrace podílů byli také manažeři zprivatizovaných podniků nebo různé skupiny, které sice oficiálně netvořily žádný investiční fond, ale měly zájem na získání majoritního balíku akcií v určité společnosti. Je samozřejmé, že tyto zájmy mohly být jak poctivé, tak nepoctivé. Jinými slovy řečeno, buď někdo nebo nějaká skupina chtěl ovládnout zprivatizovaný podnik, aby z něj vyvedl majetek a nebo s daným zprivatizovaným podnikem měl dlouhodobé záměry a chtěl podnik ovládnout kvůli získání možnosti tyto záměry prosadit. Myslím si, že na úrovni středních firem byly tyto zájmy veskrze dlouhodobé a byly charakterizovány zejména snahou lidí z okruhu vedení daných společností udržet se v řídicích pozicích, firmy rozvíjet a samozřejmě na tomto rozvoji osobně profitovat. Abych zde nemluvil příliš obecně a tím pádem nepoužíval různé nepodložené informace, uvedu příklad z mně blízkého oboru. Je pochopitelné, že nebudu ve svých popisech jmenovat konkrétní společnost nebo společnosti ani konkrétní osoby, ale dále uvedený model vývoje je pravdivý, což se při troše snahy dá jistě ověřit.

Mně blízkým oborem je doprava a následující příklad se tedy týká privatizace sítě bývalých podniků ČSAD. Doprava byla v době centrálně plánované ekonomiky samozřejmě státní a byla rozdělena na organizační celky podle jednotlivých krajů. Před kuponovou privatizací bylo snahou představitelů ČSAD tyto krajské podniky atomizovat podle jednotlivých závodů, které odpovídaly přibližně okresnímu rozdělení. Běžnou praxí pak bylo, že na jednotlivé okresní závody ČSAD se podávaly samostatné privatizační projekty. Je pravdou, že managementy státních podniků musely podávat privatizační projekt na svůj podnik ze zákona,

ale valná většina managementů okresních závodů ČSAD to nebrala jako „povinné cvičení“, ale jako příležitost vhodným způsobem jednotlivé podniky zprivatizovat. Do první vlny kuponové privatizace se i přes zdrženlivý postoj vládních představitelů dostalo přibližně deset okresních závodů ČSAD a to převážně na Moravě. Po kuponové privatizaci pak majoritní podíly akcií zprivatizovaných okresních ČSAD končily v rukou fondů. Dle mých zdrojů byla běžná praxe taková, že několik fondů mělo ve správě většinou kolem 40 až 60 procent akcií daného dopravního podniku. Následný vývoj pak prokázal, že podniky bývalého ČSAD nepatřily mezi ty, na které se pozornost fondů soustředila, takže fondy se nebránily postupnému prodeji akcií dalším subjektům. To byla neobyčejná příležitost pro managementy dopravních podniků nebo pro s nimi spřízněné skupiny tyto akcie postupně skupovat a stát se tak majoritními vlastníky. Toto jednání bylo všestranně výhodné. Fondy se zbavily pro ně neperspektivních akcií a získaly tím dodatečné finanční zdroje. Managementy získaly vliv v podnicích plynoucí z jejich majetkového podílu, přičemž tohoto vlivu nezneužívaly k žádnému jednání, které by vedlo k destrukci jimi vlastněných firem. A v neposlední řadě se stát nemusel starat o řízení velice složité sítě dopravních podniků, přičemž zůstala zachována funkční dopravní obslužnost.

Celkově shrnuto, privatizační fondy sloužily v případě privatizace podniků ČSAD v drtivé většině jako dočasní vlastníci, kteří umožnili zainteresovaným managementům privatizovaných firem rozložit finanční náročnost privatizace v čase. Z pohledu privatizace dopravních podniků je tedy vliv investičních privatizačních fondů velice příznivý.

Příklad z oboru dopravy je sice nadmíru pozitivní, ale na druhou stranu nemůžeme z části usuzovat na celek. Tomáš Ježek uvádí, že vpuštěním fondů do kuponové privatizace se sice vyřešila rozdrobenost akcionářů, ale vyvstaly dva další problémy¹³⁷:

- vztah majoritního akcionáře privatizačního fondu vůči minoritním akcionářům fondu
- vztah investičního fondu, který většinou držel kontrolní balík akcií ve zprivatizované firmě, vůči ostatním akcionářům dané firmy

Je jasné, že oba tyto problémy opět závisely na tom, jestli konkrétní fond patřil do výše zmiňovaného „modelu poctivých zakladatelů“ nebo do „modelu zakladatelů fondů s nepoctivými úmysly“. Dle mého názoru je možné tvrdit, že kdo nepoctivé úmysly měl, ten

¹³⁷ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 164)

si v tak převratné době bez precizně vytvořených a hlavně vymáhaných zákonů jako byla doba transformace centrálně plánované ekonomiky našel cesty jak tyto úmysly zrealizovat.

Když mám tedy shrnout problém rozptýlenosti vlastnictví po kuponové privatizaci a jeho řešení pomocí investičních privatizačních fondů, docházím k následujícímu závěru. Zřízení fondů bylo řešením rozptýlenosti vlastnictví a navíc vytvořilo možnost rozložit koncentraci vlastnictví v čase pro méně kapitálově vybavené jedince nebo skupiny, kteří měli zájem na privatizaci konkrétního podniku do svého vlastnictví. Myslím, že z této úvahy vychází i tvrzení Roberta Holmana, že „*naprostá většina kuponově privatizovaných podniků našla do roku 1997 své konkrétní a dominantní vlastníky*“¹³⁸ Navíc i práce autorů Pistor a Spicer zmiňuje nezastupitelnou roli privatizačních fondů jako zprostředkovatelů v procesu nalézání konečného vlastníka zprivatizovaného majetku¹³⁹. Dovolte mi krátkou odbočku když uvedu, že kritika kuponové privatizace je jejími autory v současnosti odrážena tvrzením, že v kuponové privatizaci nešlo o nalezení ideálního ani konečného vlastníka, ale pouze prvního vlastníka, od kterého se majetek vlivem přirozených tržních sil dostane právě ke konečnému, ideálnímu vlastníkovi¹⁴⁰. Otázkou je, do jaké míry je toto tvrzení původní a do jaké míry jde o ex post vymyšlenou obhajobu, která byla odvozena z praktického postprivatizačního vývoje. Druhou stranu mince koncentrace vlastnictví díky fondům představuje problém spojený s nepoctivými úmysly zakladatelů nebo správců fondů. Kuponová privatizace v součinnosti s výše zmíněnými nedostatky legislativy v oblasti smíšené majetku zakladatelů fondu a majetku jeho podílníků přinesla neobyčejnou možnost, jak se mohli jedinci s nepoctivými úmysly obohatit. O tom svědčí především 40 miliard, které zmizely z fondů transformovaných na běžné akciové společnosti a které tím pádem nebyly pod přísným státním dohledem.

8.2. ad2 – výkon Corporate Governance ve zprivatizovaných podnicích

V první řadě je nutné zdůraznit, že dobré vykonávání Corporate Governance je silně problematickou otázkou i ve vyspělých kapitalistických společnostech. Nikdo asi nemohl

¹³⁸ Robert Holman: *Kupónová privatizace s desetiletým odstupem, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 100)

¹³⁹ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech Republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 29)

¹⁴⁰ Václav Klaus: *K desátému výročí zahájení kuponové privatizace, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 93,94)

očekávat, že se privatizované podniky v transformujících se ekonomikách vyhnou jakýmkoli nástrahám morálního hazardu, ba co víc, že se netransparentní praktiky managementu v průměru objeví pouze v malém množství. Jak říká Marek Loužek: „*Víra, že transfer majetku po čtyřiceti letech komunismu bude procházkou růžovým sadem, při níž se bude horlivě dodržovat podnikatelská etika a nikdy se nebudou dít věci na hraně zákona, je nerealistická*“¹⁴¹. Problém Corporate Governance úzce souvisí se strukturou akcionářů a s jejich snahou aktivně vykonávat svá akcionářská práva a povinnosti. Rozdrobená struktura akcionářů se jen velice těžko usnází na společném postupu a proto byly do investičních privatizačních fondů vkládány takové naděje, že to budou právě ony, kdo bude vykonávat dozor nad managementem zprivatizovaných podniků. Tyto naděje bohužel jaksí implicitně předpokládají velice čisté úmysly správců fondů. Nabízí se ještě jedna poznámka, a sice že výkon Corporate Governance nemohl být očekáván pouze ve zprivatizovaných podnicích, ale zároveň měl probíhat i v samotných privatizačních fondech. Zde byla realita snad ještě černější a výsledné škody o to větší. Celkově vzato Corporate Governance opět souvisí s modely různých úmyslů zakladatelů a správců fondů. Na druhou stranu byla problematika Corporate Governance v postprivatizační realitě natolik složitá, že ani fondy založené bankami nebyly ušetřeny problémů, ač patří převážně do „modelu poctivých zakladatelů“.

Podívejme se tedy detailně jak na fondy se soukromými zakladateli, tak na fondy, které byly založené velkými bankami.

U soukromých fondů byl problém jak s výkonem Corporate Governance ve zprivatizovaných podnicích, tak ve fondech samotných. Důkazem je opět jednak částka skoro 50 miliard korun, která byla z fondů (v drtivé většině případů založených soukromými osobami) odčerpána a dále četné případy podniků, ze kterých byl vyveden majetek. Obecně lze říci, že kde byla vůle, našel se i způsob. V mnoha případech se management podniků s představiteli fondů nějak dohodl a o získané prostředky se následně podělili. Případy vyvádění peněz přímo z fondů byly také často charakteristické tím, že se managementy fondů dohodly se spřízněnými stranami (related parties) a různými pro fond nevýhodnými obchodními operacemi byly peníze z fondů vyvedeny.

Bankovní fondy jsou spojeny spíše se špatným Corporate Governance v podnicích a to ještě lehce netradičním způsobem. S bankovními fondy, respektive s jejich zakladatelskými bankami je totiž svázána problematika tzv. „bankovního socialismu“. Ve zkratce řečeno,

¹⁴¹ Marek Loužek: *Bud'me hrdí na kupónovou privatizaci, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002 (s. 140)*

státní banky podporovaly mimo jiné dalším a dalším úvěrováním i neefektivní podniky ve kterých měly přes své fondy nějaký podíl. Jednak se tím prodlužovala nutná restrukturalizace podniků, dále neefektivní podniky nepřinášely žádné výnosy svým akcionářům, jejichž zájmy měly bankovní fondy prosazovat, a v neposlední řadě si myslím, že s celým procesem reu úvěrování a neřešení problémů zprivatizovaných podniků byla spojena určitá míra korupce nebo alespoň zvláštních výhod pro zúčastněné strany.

Celkově vzato je můj závěr takový, že investiční privatizační fondy efektivnější výkon Corporate Governance jak ve zprivatizovaných společnostech, tak v sobě samých nepřinesly. Tento záměr tvůrců transformačních strategií tedy splněn nebyl. Daleko větší přínos by měla propracovanější legislativa v této oblasti a její efektivní vynucování.

8.3. ad 3 – potřeba vzniku zprostředkovatelů na kapitálovém trhu

Tento bod si dovolím rozšířit na způsob vytvoření kapitálového trhu celkově. Dle mého názoru byl jedním z cílů kuponové privatizace záměr vytvořit široký kapitálový trh pomocí masové nabídky akcií. Idea byla taková, že se na trh dostane velké množství akcií širokého spektra podniků a jeho účastníky budou miliony akcionářů, přičemž ihned poté začnou působit spontánní tržní síly, které z „připravených surovin“ vytvoří fungující proces. Napadá mě takové bizarní přirovnání, že to je jako bychom na jednu hromadu nasypali písek, cement, cihly, trámy a střešní krytinu, zalili to vodou a očekávali, že se z toho samovolně vytvoří dům. Zkrátka takovému procesu chybí spontánnost a dlouhodobá intenzivní péče zainteresovaných agentů. Troufám si tvrdit, že v době kuponové privatizace mělo jen minimum občanů alespoň základní povědomí o tom, jak funguje kapitálový trh. Nemůžeme očekávat, že když rozdáme miliony akcií milionům občanů, tak se okamžitě odněkud vynoří minimálně desetitisíce sofistikovaných investorů. Kdo nějaké znalosti měl, ten se je snažil využít spíše ke svému prospěchu než ke kultivování kapitálového trhu (zde opět může sloužit příklad manažerů v dopravě). Jan Mládek k této problematice zastává podobný postoj, kdy ukazuje, že normální průběh vzniku společností s masovou základnou drobných akcionářů vede od fyzické osoby, která formu svého podnikání postupně mění na společnost s ručením omezenou, dále akciovou společnost s neveřejně obchodovatelnými akciemi a posléze, někdy

po dlouhém vývoji, vzniká veřejně obchodovatelná akciová společnost s rozdrobenou strukturou akcionářů¹⁴².

Výsledek takto „shora vytvořeného“ a ne Hayekovsky vzniklého kapitálového trhu byla pouze jeho rozsáhlá nefunkčnost. Na trhu bylo obrovské množství titulů, se kterými nikdo příliš neobchodoval, tudíž jejich tržní ceny byly velice snadno manipulovatelné a měly nízkou vypovídací hodnotu. V této době byly cenné papíry obchodovány i se značnými diskonty, které se pohybovaly v řádech desítek procent. Právě kvůli možné manipulaci cen jednotlivých titulů byla většina obchodů s akciemi prováděna swapově mimo oficiální trh. Toto ve své práci potvrzují i Pistor a Spicer, přičemž uvádějí, že český kapitálový trh byl pořád likvidnější než ruský. Dále poukazují na to, že české privatizační fondy aktivně nakupovaly nové akciové podíly, zatímco ruské fondy spíše jenom rozprodávaly cennější části svých portfolií. Dodávají ovšem, že kapitálový trh byl charakterizován nízkou transparentností a zvláštními obchody „spřátelených“ stran¹⁴³. Obtížné určení hodnoty portfolií privatizačních fondů, tedy jinými slovy snadnou ovlivnitelnost cen akcií na burze z důvodu jejich ilikvidnosti uvádí i Michal Mejstřík a dodává, že následkem tohoto stavu bylo mimo oficiální trh (RM-systém a Burza cenných papírů Praha) vypořádáváno 90 až 95% všech obchodů s akciemi (jeho publikace vyšla v roce 1994)¹⁴⁴.

Vraťme se ale zpět k funkci fondů jako zprostředkovatelů v kuponové privatizaci. Ano, je pravda, že fondy přispěly k tomu, že kuponová privatizace byla daleko masovější než bylo předpokládáno¹⁴⁵ a zajisté byly, díky své zainteresovanosti na získávání DIKů, také schopny vysvětlit „co se má s investičními body dělat“ daleko větší skupině lidí než vládní kampaně. Otázkou zůstává jestli masovější zapojení i minimálně znalostně připravených drobných investorů bylo ku prospěchu věci nebo ne. Problematický je i vliv nedostatečné legislativy, která reálně umožnila, aby se z fondů-zprostředkovatelů staly fondy-klíčoví hráči kapitálového trhu.

¹⁴² Jan Mládek: *Kupónová privatizace: politický úspěch, ekonomické selhání, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 128)

¹⁴³ Katharina Pistor, Andrew Spicer: *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech Republic and Russia. Development Discussion Paper No. 565. Harvard Institute for International Development, Harvard University (1996)* (s. 24)

¹⁴⁴ Michal Mejstřík: *Czech investment funds as a part of financial sector and their role in privatization of the economy* (s. 23)

¹⁴⁵ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 50)

Fondy tedy svou zprostředkovatelskou roli částečně splnily a umožnily získat investiční body většímu počtu lidí, ale na druhou stranu si fondy přisvojily i funkce, které jim neměly náležet a nevznikl zde funkční a hlavně likvidní kapitálový trh.

V tomto bodě investiční privatizační fondy v součinnosti s kuponovou privatizací selhaly.

8.4. ad 4 – snaha podpořit shromažďování prostředků na restrukturalizaci firem po kuponové privatizaci

Restrukturalizace státních podniků byla před kuponovou privatizací vládou odsunuta na dobu, kdy budou mít podniky nové majitele, a zároveň bylo rozhodnuto, že státní rozpočet se restrukturalizace účastnit nebude¹⁴⁶. Jinými slovy řečeno, jakékoliv dodávání kapitálu do zprivatizovaných podniků bude ponecháno na nových majitelích. Nejúspěšnější privatizační případy, co do další existence a rozvoje výroby, byly přímé prodeje státních podniků zahraničním investorům. Jako modelový případ takového úspěšného prodeje bývá uváděno koupení české automobilky Škoda německou automobilkou Volkswagen. Zde je ale třeba si uvědomit, že konkrétně v případě automobilky Škoda nekupoval zahraniční investor podnik tak, jak vypadal v době pádu komunismu. Vláda před tímto prodejem schválila a provedla značnou finanční restrukturalizaci této firmy¹⁴⁷. Tímto způsobem bylo od srpna 1991 do června 1992 zprivatizováno 60 podniků¹⁴⁸. Četné indicie ovšem nasvědčují tomu, že zahraniční investoři si velice dobře vybírali a byli ochotní převzít pouze podniky u kterých viděli slibnou budoucnost. Výsledkem bylo, že do procesu kuponové privatizace šly vesměs podniky s nižší až nízkou efektivitou. K tomuto problému přikládám tři odkazy:

- Dušan Tříška ve své publikaci zmiňuje, že: „*Kupónové privatizace se významně týká to, že zhruba 80% československé ekonomiky bylo v roce 1990 technicky vzato na pokraji bankrotu a že podniky zařazené do KP (až na výjimky, jakými byly banky) nebyly předem finančně restrukturalizovány*“¹⁴⁹.

¹⁴⁶ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 83)

¹⁴⁷ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 83)

¹⁴⁸ Tomáš Ježek: *Zrození ze zkumavky – svědectví o české privatizaci 1990-1997* (s. 204)

¹⁴⁹ Dušan Tříška: *Východiska, cíle a principy provedení kupónové privatizace, Kupónová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 82)

- Zdenek Sid Blaha zase tvrdí, že: „ ...občané v České republice a Rusku se stali vlastníky aktiv s nejhorší výkonností, zatímco „klenoty“ přešly do rukou insiderů“¹⁵⁰
- Marek Loužek pak celou situaci shrnuje slovy: „Podniky, které slibovaly vynikající ziskové příležitosti, koupili zahraniční investoři (mnohdy je však musela vláda očistit, jako u automobilky Škoda). Průměrně atraktivní firmy převzali strategičtí investoři z Čech – na úvěr. Do kupónovky se pak dostal zbytek, o který by – s jistou nadsázkou – nikdo nestál.“¹⁵¹

Z uvedených citátů je vidět, že restrukturalizace a další existence zprivatizovaných podniků nebyla jednoduchá. K realitě průměrně nižší výkonnosti si musíme přidat ještě ten fakt, že privatizační fondy nebyly vesměs zaštiťovány investičními skupinami s velkými kapitálovými zdroji. Praxe byla taková, že namísto vkládání prostředků do firem měly fondy snahu peníze z podniků čerpat, aby mohly financovat svou existenci. Podniky se tak často dostávaly do dvojího ohně. Jaké byly ovšem výsledky v reálné ekonomice? Příliš mnoho bankrotů nenastalo a problémy byly spíše odsouvány. Za tímto průběhem stály zejména dva faktory:

- silná účast státními bankami založených fondů na kuponové privatizaci a na následné provázanosti polostátních bank a zprivatizovaných podniků
- velice měkké omezení v podobě nedokonalého insolvenčního zákona, které jsem podrobněji vysvětloval v první kapitole

Zde připomínám grafy vývoje HDP a nezaměstnanosti v transformačních ekonomikách, které jsou použité a okomentované v první kapitole. Provázanost polostátních bank a nevýkonných zprivatizovaných podniků vytvářela problém, který se neřešil, ale který se stále oddaloval. Na tento problém poukazovaly makroekonomické indikátory (viz. první kapitola) - nezaměstnanost byla poměrně nízká (ve srovnání s okolními transformujícími se zeměmi) a růst HDP nižší než bylo v okolních zemích obvyklé. Tento stav ale nemohl trvat věčně a proto jednou z příčin poklesu české ekonomiky v letech 1997/98 byla právě neřešená restrukturalizace zprivatizovaných podniků. Toto je tedy další důsledek rozložení sil mezi privatizačními fondy po kuponové privatizaci.

Rád bych ještě zmínil jednu možnost nalezení prostředků pro restrukturalizaci a tou je emise akcií na burze. Získávání peněz na burze je běžné pro firmy v anglosaském světě a podle mých zdrojů byla tato možnost při vytváření privatizačních strategií některými ekonomy

¹⁵⁰ vlastní překlad z: Zdenek Sid Blaha: *Czech Capital Markets: a View from Abroad* (s. 4)

¹⁵¹ Marek Loužek: *Bud'me hrdí na kuponovou privatizaci, Kuponová privatizace, Sborník textů, CEP 2002* (s. 134)

zmiňována. Přidávám citát z publikace Miloše Picka kritizujícího deformaci českého kapitálového trhu, který možnost financování podniků přes burzu neumožňoval: „...*kapitálový trh byl - zejména kupónovými akciemi - deformován (bezplatné kupónové akcie stlačily tržní cenu akcií na zlomek jejich nominální hodnoty a přeměnily kapitálových trh na trh akviziční místo trhu investičního - na trh s dosavadním kapitálem místo trhu s investicemi k jeho navyšování)*“¹⁵²

Můj názor je takový, že získávání prostředků na burze je velice sofistikovaný nástroj kapitálového trhu vyspělých tržních ekonomik, který mimo jiné vyžaduje vysoký stupeň důvěry mezi investorem a emitentem akcie. Nedovedu si představit, že v době řádově let po začátku transformace centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní bude na trhu panovat natolik vhodné prostředí, které by tento způsob získávání kapitálu umožnilo. Primární emise akcií v prvních letech po kuponové privatizaci proto považuji za velice zbožné přání a nikoliv za možnou realitu.

Můj závěr tohoto bodu je následující. Pokud nebyly podniky privatizovány do rukou skupin s velkými kapitálovými zdroji (jediné takové subjekty mohly být pouze zahraniční firmy – model maďarské privatizace), tak nebyla velká šance, že by nový vlastník přinášel nějaké prostředky na restrukturalizaci, spíše naopak. České struktury s dobrým přístupem k finančním zdrojům byly pouze okruhy fondů založených velkými bankami, zde ale bylo řešení pouze částečné a dočasné především kvůli již zmíněné provázanosti bank, fondů a zprivatizovaných podniků a z toho plynoucí neochoty k důslednějším restrukturalizačním krokům. Tento záměr autorů privatizační strategie tedy dle mého názoru spíše splněn nebyl.

¹⁵² Miloš Pick: *Do třetího tisíciletí třetí cestou* – převzato z internetové stránky <http://www.tendence.cz/pick/pick.htm>

9. Současné názory výběrové skupiny předních ekonomů

V této kapitole upouštím od prezentace vlastních názorů a komentářů a přenechávám volný prostor daleko erudovanějším a povolanějším osobám. Problematika investičních privatizačních fondů je společně s nadřazenějším pojmem kuponové privatizace stále hranou sporu mezi různými názorovými skupinami. Mou snahou bylo podchytit současnou podobu názorů alespoň malého vzorku ekonomů, kteří se účastnili tvorby privatizačních strategií, touto problematikou se dlouhodobě zabývali nebo k ní mohou zastávat nezávislý, ale zároveň vysoce odborný názor. Rozeslal jsem proto improvizovaný dotazník s následujícími šesti otázkami:

1. Jak celkově hodnotíte vliv investičních privatizačních fondů na proces privatizace v České republice?
2. V čem spatřujete největší přínosy investičních privatizačních fondů?
3. V čem spatřujete největší nedostatky IPF?
4. Jak celkově hodnotíte rychlost a úspěšnost procesu privatizace v České republice?
5. Vidíte nějaké paralely mezi nedostatkem regulace a institucionálního prostředí při zakládání a správě investičních privatizačních fondů a situací na mezinárodních kapitálových trzích s finančními deriváty? (americká hypoteční krize, atp.)
6. Jaká měla být podle Vás budoucnost investičních privatizačních fondů? Čím se měly pro českou ekonomiku stát?

Otázky jsem volil tak, aby byly silně relevantní k tématu mé bakalářské práce, aby se snažily zachytit historii investičních privatizačních fondů v širším úhlu pohledu a aby problematiku investičních privatizačních fondů daly do souvislostí s aktuálními tématy. Každá z následujících stran nese názory ekonomů v neupravené podobě - tedy v té formě, v jaké jsem je dostal. Respondentů mělo být původně více, ale do doby odevdání mé práce se mi nepodařilo získat jejich reakce. Přesto si myslím, že uvedené tři dotazníky dostatečně pokrývají vymezení této kapitoly.

9.1. Doc. Ing. Tomáš Ježek, CSc.

1. Jak celkově hodnotíte vliv investičních privatizačních fondů na proces privatizace v České republice?

Investiční privatizační fondy (IPF) těžce poškodily proces privatizace v ČR. Samozřejmě ne všechny IPF zneužily možnost okrást své akcionáře, bývalé DIKY, kterou jim nabídnul zákon o investičních společnostech a investičních fondech z roku 1992 vypracovaný na Federálním ministerstvu financí (Klaus, Tříška, Rudlovčák). Zejména IPF založené Komerční bankou a Českou spořitelnou se chovaly řádně, avšak kritické množství IPF nabídnutou možnost okradení vlastních akcionářů bohužel využilo a tak poškodilo pověst české privatizace a na samém počátku celý rodící se sektor kolektivního investování.

2. V čem spatřujete největší přínosy investičních privatizačních fondů?

O přínosech je možné hovořit teprve poté, co zákon v roce 1996 nařídil jejich otevírání, tj. transformaci na otevřené podílové fondy.

3. V čem spatřujete největší nedostatky IPF?

Klíčově důležitým nedostatkem IPF způsobeným hrubou chybou v zákoně (viz bod 1), bylo nerespektování kánonického pravidla kolektivního investování, totiž oddělení majetku správce fondu od spravovaného majetku, tj. od majetku investorů. Správce fondu dostal legální příležitost nakládat se spravovaným majetkem jako se svým vlastním. IPF se prodávaly, v jejich ceně byl zahrnut obojí majetek, tj. majetek zakladatelů (správců) i majetek akcionářů, bývalých DIKů.

4. Jak celkově hodnotíte rychlost a úspěšnost procesu privatizace v České republice?

Česká privatizace byla uspokojivě rychlá, zejména měla raketový start. Po roce 1997 se proces začal zpomalovat a rostly jeho náklady. Přesto privatizaci hodnotím jako úspěšnou, bohužel se skvrnou způsobenou hrubou chybou v zákoně o investičních fondech a investičních společnostech z května 1992 (viz výše).

5. Vidíte nějaké paralely mezi nedostatkem regulace a institucionálního prostředí při zakládání a správě investičních privatizačních fondů a situací na mezinárodních kapitálových trzích s finančními deriváty? (americká hypoteční krize, atp.)

V obou případech lze právem poukázat na vadnou, nedostatečnou nebo zcela chybějící legislativu a její náležité vynucování, to je však to jediné společné. Jinak by do této množiny musely patřit mnohé další jevy ze života společnosti jako je obchodování s drogami, nehodovost na silnicích, dětská pornografie atd atd.

6. Jaká měla být podle Vás budoucnost investičních privatizačních fondů? Čím se měly pro českou ekonomiku stát?

IPF měly položit základ kolektivnímu investování a také sehrát aktivní roli při správě společností. Tyto cíle splněny nebyly. Zejména první cíl nebyl a nemohl být splněn. Mohl začít být plněn až po zákonném otevření IPF a jejich transformaci na otevřené podílové fondy po roce 1996. Role investičních společností při správě akciových společností z jejich portfolia je dodnes velmi slabá, to však není jen problém českého kapitálového trhu. Transformace IPF na otevřené podílové fondy dala brzy zapomenout na zvrhlé předky podílových fondů, segment kolektivního investování se poté začal vyvíjet velmi slibně.

9.2. Doc. Ing. Eva Klvačová, CSc.

1. Jak celkově hodnotíte vliv investičních privatizačních fondů na proces privatizace v České republice?

Urychlily privatizační proces. Pomohly vytvořit konsensus s privatizací – prodat levně majetek získaný za 1000 Kč (cena kuponové knížky) bylo velmi lákavé. Způsobily, že proti privatizaci nikdo příliš neprotestoval. Občas pomohly zprivatizovat i majetek nevalné hodnoty.

2. V čem spatřujete největší přínosy investičních privatizačních fondů?

Ad 1.

3. V čem spatřujete největší nedostatky IPF?

Vznikaly na základě domácí „tvůrčí“ legislativy, nebyly řádně regulovány. Umožňovaly rychlou koncentraci kapitálu. Občas v jejím rámci zákonitě docházelo k tunelování privatizovaných podniků neboli k assets stripping.

4. Jak celkově hodnotíte rychlost a úspěšnost procesu privatizace v České republice?

Záleží na tom, co mělo být cílem privatizace. Pokud rychlost a úspěšnost měříme počtem zprivatizovaných podniků, byla česká privatizace nesporně jednou z nejrychlejších a nejúspěšnějších. Pokud jde o vytvoření funkční tržní ekonomiky, je mé hodnocení poněkud méně nadšené, ale koneckonců privatizace v České republice dopadla lépe než v jiných tranzitivních zemích. Je ovšem otázkou, co všechno na lepší výsledky zapůsobilo. Určitě to bylo rozsáhlé použití standardních privatizačních metod, zejména do rukou zahraničních, zejména evropských investorů, které lákala mimo jiné geografická blízkost země, nabídka podniků pro privatizaci i s trhy, na které tyto podniky vyvážely nebo pro které vyráběly, jestliže se jednalo o trhy české, relativně kvalifikovaná a relativně levná pracovní síla, tradice průmyslově vyspělé země. Je velkou iluzí, že česká privatizace byla postavena především na kuponové privatizaci!!! Kuponová privatizace byla reziduální, nikoli převažující privatizační metoda. Privatizovalo se přímým prodejem do rukou předem určeného vlastníka, veřejnými

aukcemi, veřejnými soutěžemi, restitucemi, transformací družstevního majetku, bezúplatnými převody majetku... Kuponová privatizace zasáhla zhruba 1/3 majetku privatizovaného v rámci velké privatizace.

5. Vidíte nějaké paralely mezi nedostatkem regulace a institucionálního prostředí při zakládání a správě investičních privatizačních fondů a situací na mezinárodních kapitálových trzích s finančními deriváty? (americká hypoteční krize, atp.)

No zdali. Velká krize z roku 1929 i Velká krize z roku 2007 nejsou ničím jiným než výsledkem vadného institucionálního prostředí. Názory typu, že krize přicházejí a prosperita se vždycky vrací (staříček 93letý John Rockefeller v roce 1929 a Václav Klaus v roce 2008) jsou názory lidí, kterým krize buď prospěla nebo je minimálně nepoškodila, nikoli těch, kterým přinesla újmu. Krize není cosi jako krupobití, orkán nebo mor, nepřichází bez lidského zavinění. Souvislosti jsou ovšem hlubší než je na první pohled zřejmé. Americká hypoteční krize byla pouhým spouštěčem krize celkové. Ale ve hře jsou i hodnoty společnosti (orientace na růst bez omezení, zisková orientace bez omezení – nejen ve finančním sektoru, život na dluh, vzývání konkurenceschopnosti bez pravidel, víra ve vlastní neomylnost a neotřesitelnou sílu USA) a celá řada dalších faktorů.

6. Jaká měla být podle Vás budoucnost investičních privatizačních fondů? Čím se měly pro českou ekonomiku stát?

Když se podívám na všudypřítomnou finanční krizi, nějak se mi nechce na vaši otázku odpovídat.

9.3. Ing. Jan Mládek, CSc.

1. Jak celkově hodnotíte vliv investičních privatizačních fondů na proces privatizace v České republice?

Je těžké oddělit roli IPF od role kupónové privatizace jako takové. Kupónová privatizace v provedení Klaus and Tříška byl experiment/zločin na celém národě, kde největším problémem bylo předstírání, že kapitalismus postavený na PLC může být rychle zaveden do ČR a fungovat. IPF, pak umožnili předstírat o něco déle, že to je možné.

2. V čem spatřujete největší přínosy investičních privatizačních fondů?

Žádný nebyl, jen to předstírání. Na kupónové privatizaci fungovala jen ta politická složka. Lidé dostali knížky s podpisem Václava Klause a on byl ten největší Ježíšek a tedy politicky vyhrál. Z hlediska české ekonomiky to byla katastrofa, neboť se nepodařilo vytvořit efektivní systém corporate governance a to ani s pomocí IPF, které pár let předstírali, že jsou schopné efektivní správy než zanikly.

3. V čem spatřujete největší nedostatky IPF?

Největší nedostatek byl v tom, že vůbec kdy byly založeny a že vůbec byla kupónová privatizace takového rozsahu.

4. Jak celkově hodnotíte rychlost a úspěšnost procesu privatizace v České republice?

Politická byla výborná, Václav Klaus byl a je nejdéle sloužící transformační politik ve Střední a Východní Evropě. Z ekonomického hlediska to byla katastrofa a zejména tím, jak byla provedena Velká privatizace jsme ztratili několik let a přišli o desítky, možná stovky miliard korun.. Kupónová privatizace mohla být provedena s pravidlem, že maximální podíl kupónů je 49 procent firmy. Pro zbylých 51 procent měl být vždy hledán strategický investor, anebo si je měl nechat stát.

5. Vidíte nějaké paralely mezi nedostatkem regulace a institucionálního prostředí při zakládání a správě investičních privatizačních fondů a situací na mezinárodních kapitálových trzích s finančními deriváty? (americká hypoteční krize, atp.)

Samozřejmě. Český pokus založit kapitalismus anglosaského typu rychle selhal na nedostatku regulace a neochotě autorit regulovat kapitálové trhy. Samotný vzor selhal o deset let později.

6. Jaká měla být podle Vás budoucnost investičních privatizačních fondů? Čím se měly pro českou ekonomiku stát?

Žádná.

Ve variantě kupónové privatizace s pravidlem, že maximum privatizovaného majetku je 49 procent nejsou IPF nezbytně nutné.

10. Závěr

Cílem mé práce bylo zachytit vznik a vývoj investičních privatizačních fondů a problematiku jevů s tímto tématem spojených. Jak jsem již předesílal v úvodu, snažil jsem se tento fenomén uchopit v širších souvislostech a shromáždit co nejvíce relevantních informací včetně mezinárodních srovnání. Ze svých zkušeností musím zdůraznit, že zdrojů k tomuto tématu je velice málo a jsou často neúplné nebo povrchní. Data zachycující celkový vývoj fondů v čase jsem nebyl schopen získat ani v České národní bance, ani na Ministerstvu financí ČR, ani od Asociace pro kapitálový trh AKAT. Vývoj fondů zachycený v mé bakalářské práci je tedy složen z více zdrojů, přičemž jako klíčové se ukázaly informace získané z interních materiálů Komise pro cenné papíry. Přestože nejsem schopen uvést konkrétní veřejně přístupný zdroj těchto informací, tak zaručuji, že tato data jsou pravdivá a pocházejí přímo z Komise. Jako další důležitý zdroj pak sloužila literatura o kuponové privatizaci z první poloviny devadesátých let a data AKATu, která se sice nevztahovala přímo k původním investičním privatizačním fondům, ale spíše k jejich transformacím v čase. V konečném důsledku se mi tedy podařilo vývoj počtu privatizačních fondů i objemy jejich majetku zachytit od doby kuponové privatizace až po současnost.

K vývoji fondů v čase musím konstatovat, že z původních investičních fondů a uzavřených podílových fondů dnes neexistuje ani jeden. Tyto fondy buď zanikly nebo byly legislativně přinuceny se transformovat na otevřené podílové fondy. Značná část původních privatizačních fondů také opustila sektor kolektivního investování, když se zejména v roce 1996 přeměnily na běžné akciové společnosti. Tímto krokem se fondy vymanily z přísnějšího dohledu ministerstva financí i ostatních dohledových orgánů kapitálového trhu a informace o nich jsou svým způsobem nedostupné. Na poli kapitálového trhu tedy zůstaly jen otevřené podílové fondy, jejichž dnešní majetek má ovšem privatizační minulost jen z malé části. Z tohoto pohledu představovaly investiční privatizační fondy pouze dočasnou instituci, která ve své původní formě již prakticky zanikla.

Majetek, který privatizační fondy spravovaly, měl ovšem různý osud. Jak jsem již nastínil, část majetku z původních fondů je obsažena v otevřených podílových fondech. Další část akcií zprivatizovaných podniků fondy rozprodaly soukromým osobám, přičemž v této situaci hrály fondy nesporně pozitivní roli zprostředkovatelů v procesu hledání konečných vlastníků původně státního majetku. Toto je případ mnou uváděného popisu privatizace bývalých podniků ČSAD, ale podobných příkladů by se určitě našlo hodně. Část fondů byla také v době

zpřísnování legislativních podmínek svými zakladateli zlikvidována, majetek zpeněžen a příslušné části zisku vyplaceny podílníkům fondu. Nemalá část majetku byla ovšem ve správě fondů, které se transformovaly na běžné akciové společnosti, přičemž z těchto společností byl po transformaci majetek ve velkém rozsahu nelegálně vyveden. Škoda v těchto případech se odhaduje na 40 miliard korun. Další škody ve výši přibližně 9,6 miliardy korun vznikly na majetku netransformovaných fondů. Tyto dvě částky následně dávají výslednou sumu cca 50 miliard korun, která představuje celkovou výši škod v oblasti investičních privatizačních fondů.

V práci jsem také detailně zhodnotil privatizační fondy z pohledu naplnění cílů architektů kuponové privatizace. Dle mého názoru není pochyb, že fondy přispěly k vyšší rychlosti a masovosti kuponové privatizace. Řešily také problém koncentrace vlastnictví akcií ve zprivatizovaných společnostech, protože fondy většinou z kuponové privatizace vycházely jako vlastníci kontrolních, respektive relativně kontrolních balíků akcií – v porovnání s ostatními drobnými akcionáři. Navíc si myslím, že teze o přílišném počtu fondů není pravdivá. Ano, byly založeny stovky fondů, ale drtivou většinu akcií mělo ve správě cca 25 fondů (odhadem), což není přehnaně vysoké číslo. Došlo také k poměrně rychlému čištění trhu, kdy se malé fondy slučovaly s většími nebo zanikaly.

Záměry architektů privatizace, které se nepodařilo naplnit byly podle mě dva – funkce zprostředovatelů na kapitálovém trhu a přínos fondů v oblasti zajištění prostředků na restrukturalizaci zprivatizovaných firem. Fondy se sice staly do značné míry těmi, kteří zpřístupnily kuponovou privatizaci širokým masám, ale zároveň svou funkcí, hlavně díky nedokonalé legislativě, zdiskreditovaly četnými podvody a skandály. Ve své práci rozeznávám „model zakladatelů fondů s poctivými úmysly“ a „model nepoctivých zakladatelů“. Legislativa v dané době nabízela přílišný prostor pro „nepoctivé zakladatele“, aby získali nekontrolovatelnou moc nad fondem, přičemž výsledkem byla již výše zmíněná škoda 50 miliard korun. Druhý nesplněný záměr – zajištění prostředků na restrukturalizaci podniků – vychází z pozorování, že fondy spíše potřebovaly z podniků odčerpávat prostředky na svůj vlastní provoz. Nesplnění tohoto záměru potvrzuje i citace z publikace autorů Kočendy a Lízala: „*Autoři nenašli jakýkoli pozitivní vliv na provozní výkonnost podniků v případech, kdy byly vlastněny fondy.*“¹⁵³

¹⁵³ Evžen Kočenda, Lubomír Lízal: *Český podnik v české transformaci 1990 – 2000* (s.194), zde převzato z Weiss, A., Nikitin, G: *Performance of Czech Companies by ownership structure*, The William Davidson Institute Working Paper no. 186, 1998

V dalších částech práce se zaměřuji na vývoj legislativy v oblasti kapitálového trhu a na činnost Komise pro cenné papíry. Obecně lze říci, že legislativní regulace kapitálového trhu se v průběhu času zpřísňovala a více odpovídala aktuálním výzvám. I činnost Komise nebyla bez efektu, kdy se jejím vlivem jednak zlepšila úroveň prostředí na kapitálovém trhu a také se jí podařilo navrátit značné objemy nelegálně odčerpaných prostředků zpět do fondů. Bohužel pouze v oblasti fondů na které měla vliv – tedy fondů netransformovaných na běžné akciové společnosti (škoda zde byla 9,6 mld Kč, navraceno bylo 2,5 mld Kč).

Posledním uceleným blokem mé práce je zjištění názorů odborných ekonomů na problematiku fondů. Je samozřejmé, že v tomto případě to nebyl průzkum na relevantním vzorku respondentů, ale nejsem si jistý, zda by to bylo vůbec možné. Privatizační fondy jsou poměrně specifické téma a nemyslím si, že by široká veřejnost zastávala v této oblasti fundovaný názor. Zvolil jsem tedy cestu krátkého dotazníku, kdy jsem se ptal na názory osob, které buď stály u zrodu privatizačních strategií, nebo tuto problematiku dlouhodobě sledovaly.

Závěrem bych snad jen podotknul, že investiční privatizační fondy představují, ostatně jako celá otázka privatizace, téma zatím neuzavřené diskuse. Problematika fondů je dle mého názoru velice spletitá a málo zmapovaná. Je očividné, že privatizace v České republice narážela na problém nedokonalé legislativy, přičemž ve snaze trh „neudusit“ v zárodku byla dávána přednost regulaci ex post. Tento přístup si logicky vyžádal značné náklady zejména v oblasti fondů zakládaných soukromými skupinami. Na druhou stranu zastávám názor, že transformaci centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, která samozřejmě leží na zcela odlišném paradigmatu, nelze provést beznákladově. Do celkových nákladů je třeba zahrnout například i prostředky na sanaci bank před jejich privatizací. Tyto náklady byly ovšem způsobeny zejména provázaností bank, bankovních fondů a zprivatizovaných podniků, která měla za následek odkládanou restrukturalizaci podniků díky využívání měkkého rozpočtového omezení v podobě snadno přístupných úvěrů. Vidíme tedy, že zvýšené náklady privatizace přinášely jak fondy zakládané soukromými skupinami, tak fondy zakládané bankami. Přes všechnu tuto argumentaci si ale nejsem jistý, jestli by byla česká transformace úspěšnější bez existence a vlivu investičních privatizačních fondů.

11. Použité zdroje

BLAHA, Zdenek, Sid: *Czech Capital Markets: a View from Abroad*; (on-line)

HANOUSEK, Jan: *Asymetry and the Voucher Scheme : Wait-and-See and Win*. The Czech Voucher Privatization, CERGE-EI, Prague, Proceedings of the Workshop: Institutional Reform and Political Economy of European Integration

HOLMAN, Robert (2002): *Kupónová privatizace s desetiletým odstupem*; in: Kupónová privatizace – sborník textů č. 13/2002; CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha; ISBN: 80-86547-02-7

JEŽEK, Tomáš (2006): *Privatizace české ekonomiky: její kořeny, metody a výsledky*; Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, Praha; ISBN: 80-245-1069-3

JEŽEK, Tomáš (2007): *Zrození ze zkumavky, Svědectví o české privatizaci 1990 – 1997*; Prostor, Praha; ISBN: 978-80-7260-183-7

JONÁŠ, Jiří (1997): *Ekonomická transformace v České republice: makroekonomický vývoj a hospodářská politika*; Management Press, Praha; ISBN: 80-85943-22-0

JONÁŠ, Jiří (2000): *Světová ekonomika na přelomu tisíciletí*; Management Press, Praha; ISBN: 80-7261-016-3

KLAUS, Václav (1994): *Česká cesta*; Profil, Praha; ISBN: 80-901609-9-9

KLAUS, Václav (1995): *Ekonomická teorie a realita transformačních procesů*; Management Press, Praha

KLAUS, Václav (2002): *K desátému výročí kupónové privatizace*; in: Kupónová privatizace – sborník textů č. 13/2002; CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha; ISBN: 80-86547-02-7

KOČENDA, Evžen; LÍZAL, Lubomír: *Český podnik v české transformaci 1990 – 2000* (2003); Academia, nakladatelství Akademie věd České republiky, Praha; ISBN: 80-200-1039-4

KOUBA, Karel; VYCHODIL, Ondřej; ROBERTS, Jitka (2005): *Privatizace bez kapitálu, zvýšené transakční náklady české transformace*; Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum, Praha; ISBN: 80-246-0954-1

KREUZBERGOVÁ, Eva: *Banking Socialism in Transition: The Case of the Czech Republic*; Global Business and Economics Review, Special Issue on Transition, Vol.8

LOUŽEK, Marek (2002): *Bud'me hrdí na kupónovou privatizaci*; in: Kupónová privatizace – sborník textů č. 13/2002; CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha; ISBN: 80-86547-02-7

- MEJSTRÍK, Michal (1994): *Czech Investment Funds as a Part of Financial Sector and Their Role in Privatization of the Economy*; Reform Round Table Working Paper n. 14, CERGE, Praha
- MEJSTRÍK, Michal; LAŠTOVIČKA, Radek; MARCINČIN, Anton (1994): *Privatization and Opening the Capital Markets in the Czech and Slovak Republics*; Working Paper Series 54, CERGE-EI, Praha
- MLÁDEK, Jan (2002): *Kupónová privatizace – politický úspěch, ekonomické selhání*; in: *Kupónová privatizace – sborník textů č. 13/2002*; CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha; ISBN: 80-86547-02-7
- MLÁDEK, Jan (1995): *Voucher Privatization in the Czech Republic and Slovakia*. In: *Mass Privatization, An Initial Assessment*. Paris. OECD
- MLČOCH, Lubomír (2005): *Institucionální ekonomie*; Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum, Praha; ISBN: 80-246-1029-9
- PAVLÁT, Vladislav (1994): *Kapitálový trh v České republice 1993 – 1994 = The Capital Market in the Czech Republic 1993 – 1994*; Magnet – Press, Praha; ISBN: 80-85847-30-2
- PICK, Miloš: *Do třetího tisíciletí třetí cestou. Co po dekádě selhání transformace české ekonomiky?* (on-line)
- PICK, Miloš (1992): *Jsou alternativy strategie transformace?*; Prognostický ústav ČSAV, Praha
- PISTOR, Katharina; Spicer, Andrew (1996): *Investment Funds in Mass Privatization and Beyond: Evidence from the Czech Republic and Russia*; Development Discussion Paper No. 565, Harvard Institute for International Development, Harvard University (on-line)
- SPĚVÁČEK, Vojtěch (2002): *Transformace české ekonomiky*; Linde, Praha; ISBN: 80-86131-32-7
- ŠVEJNAR, Jan (1990): *Strategie ekonomické přeměny Československa*; Lidové noviny, Praha
- TŘÍSKA, Dušan (1996): *The Role of Investment Funds in the Czech Republic*; The Davidson Institute Working Paper Series, no. 23, Ann Arbor: University of Michigan Business School, William Davidson Institute (on-line)
- TŘÍSKA, Dušan (2002): *Východiska, cíle a principy provedení kuponové privatizace*; in: *Kupónová privatizace – sborník textů č. 13/2002*; CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha; ISBN: 80-86547-02-7
- TUREK, Otakar (1992): *Zamyšlení nad strategií transformace*; Prognostický ústav ČSAV, Praha
- WEISS, A.; NIKITIN, G. (1998): *Performance of Czech Companies by Ownership Structure*; The William Davidson Institute Working Paper no. 186

Diplomové práce:

MANDÍK, Tomáš (2004): *Názory v české ekonomické obci na způsob privatizace*; diplomová práce na Fakultě sociálních věd Univerzity Karlovy, Praha

VRHEL, Ivan (2004): *Vznik a vývoj českého kapitálového trhu*; diplomová práce na Fakultě sociálních věd Univerzity Karlovy, Praha

Internetové stránky:

www.akatcr.cz

www.cnb.cz

www.imf.org

www.justice.cz

www.rejstrik-firem.kurzy.cz

www.samba.fsv.cuni.cz

www.stats.oecd.org

www.tendence.cz

Materiály Komise pro cenné papíry

12. Přílohy¹⁵⁴

příloha 1: Seznam transformovaných IF do 30.6.1996

Obchodní jméno IF	IČO	Zápis v OR	Vlastní jmění v tis.Kč
AGB, investiční fond I., a.s.	10005005	13.06.1996	799 500
B.O.I.S. - Výnosový investiční fond a.s.	44993366	06.06.1996	32 852
Bankovní investiční fond, a.s.	43875122	27.06.1996	2 215 789
Beta - český investiční fond, a.s.	44004583	28.03.1996	24 849
C.S. Fond kapitálového růstu, investiční fond, a.s.	43871666	14.06.1996	298 395
C.S. Fond pivovarnického a sladovnického průmyslu, investiční fond, a.s.	43871658	14.06.1996	274 635
C.S. Fond pravidelných výplat, investiční fond, a.s.	43871640	14.06.1996	546 626
C.S. Fond prosperity, investiční fond, a.s.	60193999	17.06.1996	22 452
Československý investiční fond Brno, a.s.	44992211	28.02.1996	
Český národní investiční průmyslový fond, a.s.	44224401	28.06.1996	464 123
Efektafond, a.s. investiční fond	44004401	26.06.1996	18 633
EKOFOND investiční fond, a.s.	44965001	29.05.1996	54 468
EURO-GARANT a.s., investiční fond	45245240	26.06.1996	8 196
Firstinvest Jeseníky, investiční fond, a.s.	48533696	19.06.1996	142 642
FORESTINVEST Brno, investiční fond, a.s.	48533751	27.06.1996	25 766
FORESTINVEST Frýdek-Místek, investiční fond, a.s.	48533700	27.06.1996	19 692
FORESTINVEST Praha, investiční fond, a.s.	48533726	27.06.1996	34 378
Harvardský arbitrážní investiční fond, a.s.	45312095	06.06.1996	13 309
Harvardský kontrariánský investiční fond, a.s.	45312117	07.06.1996	38 337
Harvardský dividendový investiční fond, a.s.	44269595	11.04.1996	6 463 815
Harvardský investiční diamantový fond, a.s.	45312125	07.06.1996	52 378
Harvardský investiční fond menších společností, a.s.	45312109	07.06.1996	24 708
Harvardský růstový investiční fond, a.s.	44268777	05.06.1996	4 999 133
I. Cihlářský investiční fond, a.s.	44964609	22.02.1996	16 041
I. CZECH COUPON INVEST, investiční fond, a.s.	45244448	17.06.1996	744 225
II. CZECH COUPON INVEST, investiční fond, a.s.	49241770	12.06.1996	949 156
Investiční fond AB-AGRIA, a.s.	45330387	19.06.1996	125 382
Investiční fond AGRO Beroun a.s.	43763421	30.06.1996	3 896
Investiční fond AGRO-MORAVOINVEST a.s.	44995555	17.05.1996	14 488
Investiční fond BETA, a.s.	44990880	29.12.1995	
Investiční fond Bohemia energetiky, chemie, plynárenství a lehkého průmyslu, a.s.	43873880	18.06.1996	388 138
Investiční fond BOLESLAVSKO, a.s.	42716161	28.06.1996	12 245
Investiční fond CIMEX, a.s.	49195832	09.01.1996	184 376
Investiční fond FORT, a.s.	44963441	06.05.1996	333 358
Investiční fond INVEST EMPIRE, a.s.	44850786	21.06.1996	40 040
Investiční fond IPF Panok, a.s.	45245151	06.06.1996	799 318
Investiční fond jistoty a.s.	18229999	09.01.1996	358 275
Investiční fond Kapitál, a.s.	44795700	17.10.1995	
Investiční fond LIF a.s.	40232751	07.06.1996	9 294
Investiční fond Lukrativ, a.s.	49451511	18.06.1996	74 411
Investiční fond MAIS, a.s.	44994001	31.05.1996	8 736

¹⁵⁴ všechny přílohy jsou z interních materiálů Komise pro cenné papíry

Investiční fond MINVEST, a.s.	45312133	28.06.1996	22 601
Investiční fond Pojišťovny Morava, a.s.	49453041	18.06.1996	41 189
Investiční fond Rentia, a.s.	44012080	20.06.1996	138 345
Investiční fond Rodinný hospodář, a.s.	44017651	18.06.1996	90 821
Investiční fond rychlého výnosu, a.s.	43875165	31.10.1995	
Investiční fond Severní Čechy, a.s.	45312478	15.12.1995	69 037
Investiční fond TOP PROFIT, a.s.	44850794	17.06.1996	59 762
INVESTIM, investiční fond, a.s.	44990022	28.06.1996	26 987
IPF Smrčina, a.s.	14502321	17.04.1996	5 246
Itec - group - investiční fond, a.s.	45534551	30.12.1994	
Jihočeský podnikatelský investiční fond a.s.	45018308	28.08.1995	
Lázeňský investiční fond a.s.	18229000	01.01.1996	28 179
LCS Investiční fond a.s.	44268980	10.10.1995	
Lesnicko-dřevařský investiční fond, a.s.	45018278	20.06.1996	10 309
Moravskoslezský veletržní investiční fond, a.s.	44960701	29.05.1996	433 275
MORAVSKÝ FOND, investiční fond, a.s.	44005555	25.03.1996	160 910
Moravský investiční fond, a.s.	44962207	29.05.1996	49 453
Moravský investiční privatizační fond, a.s.	44965010	28.06.1996	35 178
Moravský zemský investiční fond, a.s.	44992220	27.06.1996	48 988
MULTI, investiční fond a.s.	47674466	06.03.1996	43 313
Národní investiční fond Domov, a.s.	44795211	18.06.1996	87 491
Obchodní a brokerský investiční fond majetkový, a.s.	63998793	07.02.1996	85 593
Orlický investiční fond, a.s.	42885451	21.08.1995	
Pivovarský investiční fond Ostravar, a.s.	47674580	11.12.1995	
První budějovický investiční fond, a.s.	14503000	29.03.1996	9 236
První Český investiční fond, a.s.	44222424	17.06.1996	2 806 509
První jiho-západní investiční fond, a.s.	45354081	17.06.1996	
První kroměřížská investiční a.s., investiční fond	18189695	16.05.1996	23 104
První moravský investiční fond, a.s.	44053711	06.06.1995	280 263
První národní investiční fond, a.s.	45245100	17.06.1996	110 453
První Václavův investiční fond, a.s.	44850000	28.06.1996	85 412
První zemědělsko-potravinářský investiční fond Bohemia, a.s.	43873871	19.06.1996	388 608
Rentiérský investiční fond, a.s.	45244791	28.06.1996	75 131
SEVEROČESKÝ INVESTIČNÍ FOND, a.s.	44554401	30.06.1996	291 042
Speciální investiční fond a.s.	44685050	30.11.1995	
Staropražský uzenářský investiční fond, a.s.	45245797	03.06.1996	134 377
Stavební, investiční a kapitálová a.s. - investiční fond	45244600	24.06.1996	76 812
Šrejber Tennis Investing, investiční fond, a.s.	43873553	20.06.1996	673 491
THEMIS - investiční fond pro podporu vývozu, a.s.	44740000	25.06.1996	30 276
THEMOS - Investiční fond I, a.s.	45245703	27.06.1996	69 763
THEMOS - investiční fond II, a.s.	45245771	28.06.1996	91 616
Universální investiční fond, a.s.	49241796	28.06.1996	51 115
Všeoborový investiční fond a.s.	44684444	30.11.1995	
YSE 2, a.s. - investiční fond	49241630	14.06.1996	1 076 815
YSE, a.s., investiční fond	43872182	24.05.1996	2 329 501
ZDRAVÍ INVESTIČNÍ FOND, a.s.	47674512	13.06.1996	114 077
Znojemský investiční fond, a.s.	49449338	28.06.1996	5 263
Cellkem 88 investičních fondů			30 795 596

příloha 2: Seznam transformovaných IF po 30.6.1996

Obchodní jméno IF	IČO	Zápis v OR	Vlastní jmění v tis.Kč
3. Spořitelní investiční fond, a.s.	61859184	01.12.1997	1 152
A+A investiční fond, a.s.	45534411	22.12.1997	52 358
Agrofond Hradec Králové, a.s., investiční fond	44444133	10.04.1997	134 083
Aspekta Investment, investiční fond, a.s.	49787527	15.2.2001	3 800
AWT - 1. moravský zemědělský investiční fond, a.s.	44991312	10.02.1997	38 916
C.S. Fond pomoci, investiční fond, a.s.	45243484	25.07.1996	89 374
C.S. infrastrukturní investiční fond, a.s.	45241406	27.05.1998	2 129 684
CREDITANSTALT ČESKÝ INVESTIČNÍ FOND, a.s.	44265590	02.06.1997	3 050 726
Dětský kupónový fond, investiční fond, a.s.	17334411	08.07.1996	195 523
Ekologický a zemědělský investiční fond, a.s.	40233111	x ¹⁾	27 757
FIO, investiční fond, a.s.	45308080	29.05.1998	10 020
FORESTINVEST Stříbro, investiční fond, a.s.	48533815	02.04.1998	12 857
Forestinvest Velké Karlovice, a.s.	48533718	10.07.1996	52 468
Hradecký investiční fond, a.s.	44444303	10.03.1997	11 414
Chemofond, a.s., investiční fond	45245622	21.03.1997	205 357
InterKupon, investiční fond, a.s.	44795050	04.07.1996	83 857
Investiční fond Agroma, a.s.	45234523	23.07.1996	90 559
Investiční fond Alfa - Invest, a.s.	45306010	21.04.1997	234 877
Investiční fond Bohemia Crystal, a.s.	44520000	19.06.1997	1 004 700
Investiční fond CermAktivity, a.s.	44993030	11.07.1996	
Investiční fond City - Invest, a.s.	43005748	x ²⁾	3 726
Investiční fond Credit, a.s.	42194253	10.04.1997	377 384
INVESTIČNÍ FOND CTP, a.s.	44266600	03.02.1998	3 417
Investiční fond ČKD Kutná Hora, a.s.	45312737	x ¹⁾	6 334
Investiční fond KIP, a.s.	49241788	25.03.1998	82 550
Investiční fond KLASIK, a.s.	45192111	08.01.1997	9 793
Investiční fond M-Invest, a.s.	60192305	18.02.1997	32 242
Investiční fond Pivo - Morava, a.s.	45193223	29.08.1996	146 851
INVESTIČNÍ FOND PROREGIO, akciová společnost	18234666	17.12.1997	12 771
Investiční fond REAL, a.s.	47116692	20.03.1998	566 350
Investiční fond Šance, a.s.	44794444	02.01.1997	37 261
Investiční fond Z, a.s.	45193215	02.06.1997	64 858
Investiční podnikatelský fond, a.s.	44848340	x ¹⁾	40 943
Investiční portfoliový fond, a.s.	44848331	30.05.1997	67 655
Investiční privátní fond, a.s.	45312443	09.04.1998	120 586
Investiční stavební fond, a.s.	45534004	17.10.1997	7 171
KOMPAS - OK investiční fond a.s.	45193100	09.01.1997	32 431
Krušnohorský investiční fond, a.s.	47783095	21.6.2001	721 644
Kuponinvest, a.s. investiční fond	15053750	11.9.1998	190 664
Moravskočeský investiční fond, a.s.	47673354	27.06.1997	922 414
Moravskoslezský potravinářský investiční fond, a.s.	18189521	8.11.1998	3 077
Moravskoslezský regionální investiční fond, a.s.	44938888	31.01.1997	12 328
Náš investiční fond, a.s.	60737123	12.06.1998	1 321
Obchodní a brokerský IF výnosový, a.s.	63998807	05.08.1997	17 049
OL-Invest, investiční fond, a.s.	44936001	03.06.1997	84 075

PGH, investiční fond, a.s.	45244987	04.09.1997	17 959
Pivovarský investiční fond Radegast, a.s.	45193355	29.10.1998	659 463
Portfolio investiční fond, a.s.	44743882	08.01.1997	42 393
Postilión, Poštovní investiční fond, a.s.	44267070	01.07.1996	406 110
Potravinářský privatizační fond, investiční fond, a.s.	44444214	28.11.1997	26 280
PPF, český investiční fond, a.s.	60192330	14.11.1997	953
PPF, moravskoslezský investiční fond, a.s.	60192666	30.07.1997	953
Profesionální IF Garance, a.s.	45245070	x ¹⁾	31 046
První moravský investiční fond Přerov, a.s.	44888333	24.02.1998	10 082
První českomoravský investiční fond, a.s.	42885230	06.03.1998	37 493
První strojírenský IF Bohemia, a.s.	43873863	23.07.1998	306 401
První východočeský investiční fond, a.s.	44444401	31.01.1997	102 501
RDP Group, a.s. - Investiční fond	60192364	05.02.1998	33 552
Rolnický investiční fond Kolín - Kutná Hora, a.s.	44699191	25.05.1998	65 734
Sokolovský investiční fond, a.s.	45354120	28.08.1996	223 109
Společný investiční fond, a.s.	18189563	27.03.1998	50 490
Spolinvest, investiční fond, a.s.	44557744	16.09.1996	7 547
Turistický investiční fond, a.s.	44795998	06.05.1997	178 207
Celkem 63 investičních fondů			13 016 443
x ¹⁾ - bylo odňato povolení ke vzniku IF, ale nebyla dosud provedena změna zápisu v OR			
x ²⁾ - bylo odňato povolení ke vzniku IF, dle OR vstoupila společnost do likvidace bez zapsání transformace			

příloha 3: Seznam investičních společností k 31.12.1997

Obchodní jméno investiční společnosti	IČO
A-INVEST, investiční společnost a.s.	45309647
ACADEMIA, investiční společnost s.r.o.	48395463
AKRO investiční společnost, a.s.	49241699
AMBRA investiční společnost, s.r.o.	49620398
BBG Asset management, s.r.o. investiční společnost	43541500
BVV INVEST investiční společnost, a.s.	60729724
C.S.Fond, a.s., investiční společnost	43003401
C/Garant, investiční společnost s.r.o.	48536733
Campell investiční společnost, a.s.	63476738
CENTO, investiční společnost, a.s.	44795777
Citicorp investiční společnost, a.s.	25601415
CONSULT INVEST investiční společnost, a.s.	25077015
CONSUS INVEST investiční společnost s.r.o.	60466227
COOP INVEST investiční společnost, a.s.	47901438
CREDIS SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
Credit Lyonnais Investment Praha, a.s., investiční společnost	25148281
CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s.	61058815
Česká chmelařská investiční společnost, spol. s r.o.	49621050
Česká národní investiční společnost, spol. s r.o.	40230414
ČESKO-HOLANDSKÁ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST s.r.o.	49359959
Česko-kalifornská investiční společnost, Praha, spol. s r.o.	48535851
Český Investiční Trust - Investiční Společnost, a.s.	25098497
Čistá řeka, investiční společnost, a.s.	48173088
E-INVEST, investiční společnost, a.s.	45474559
Egretta investiční společnost a.s.	00674494
EURO ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	25050893
FIO investiční společnost, spol. s r.o.	49621319
Forestinvest, investiční společnost, a.s.	60733624
Generační investiční společnost a.s.	64949231
Investiční společnost GlassInvest a.s.	47782331
GUTMANN & CIE INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s.	25619969
HARVARD CAPITAL and CONSULTING investiční společnost a.s.	00676900
HB International, a.s. - investiční společnost	48155390
Hradecká investiční společnost, a.s.	42195845
IK - Investiční společnost, s.r.o.	64579646
Intersigma investiční společnost s.r.o.	49686011
investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
Investice-Portfolio a Partner, investiční společnost, a.s.	63080532
Investiční kapitálová společnost KB, a.s.	60196769
Investiční společnost Beatobank, a.s.	47674610
Investiční společnost Bohemia, a.s.	43870376
Investiční společnost BOND, s.r.o.	60794682
Investiční společnost CAPITAL s.r.o.	49687271
Investiční společnost D.S.Invest, a.s.	49436147
Investiční společnost EQUIL INVEST a.s.	18234143
Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
Investiční společnost EXPANDIA a.s.	47116064

Finance Engineering investiční společnost a.s.	43872867
Investiční společnost Gold, a.s.	40525856
Investiční společnost Helpakcia, s.r.o.	18250793
ISAAC, a.s. investiční společnost - v likvidaci	60193263
Investiční společnost IKAS, a.s.	60193751
Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční společnost KLASIK, a.s.	48395455
Investiční společnost Kredital a.s.	43965792
Investiční společnost Linh ArT, a.s.	63080389
Investiční společnost MORAVA spol. s r.o.	43541666
Investiční společnost NEOINVEST a.s.	25064665
Investiční společnost PB, a.s.	49447173
Investiční společnost PERSPEKTIVA, a.s.	61672408
Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
Investiční společnost PROINVEST, a.s.	60193760
Investiční společnost REGION, a.s.	47672684
Investiční společnost SEDIA INVEST GROUP, a.s.	47116960
Investiční společnost Sportvest, a.s.	49241656
Investiční společnost ŠANCE, s.r.o.	43005047
Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Investiční společnost UNIVERSAL, a.s.	47115386
Investiční společnost Zlatá cihla, s.r.o.	16949960
Jablonecká bžuterní investiční společnost, s.r.o.	48265403
JANTAR Investiční společnost, a.s.	47677333
Jihočeská vzájemná investiční společnost, a.s.	60849959
Kapitálová investiční společnost TIPAINVEST, a.s.	46978330
KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
Komero, investiční společnost, a.s.	49241460
Kontinentální sdružení pro investice a obchod, inv.spol., a.s.	45803145
Liberální investiční společnost s r.o.	49815644
MAPIS investiční společnost, a.s.	41503678
Max Merlin in West, investiční společnost, s.r.o.	49620932
Moravská I.investiční společnost, a.s.	44004648
Moravskoslezská investiční společnost, spol. s r.o.	47908777
Newton Investment - investiční společnost, spol. s r.o.	48394963
O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
OPTIMUS, investiční společnost, a.s.	43004571
Oxfordská investiční společnost, a. s.	47674636
PIONEER česká investiční společnost, a.s.	63078295
Pivovarská investiční společnost - MORAVA a.s.	49453017
Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
PPF, investiční společnost, a.s.	43222277
Pragocoop, investiční společnost, s.r.o.	49689461
Pražská investiční společnost, a.s.	47115793
PRIVINVESTMENT FUND, investiční společnost, a.s.	49620576
První Investiční a.s.	00255149
První olomoucká investiční společnost, a.s.	47673397
REGION D, investiční společnost, s.r.o.	49618512
REGION INVEST, investiční společnost, a.s.	42194245
Regionální investiční společnost, a.s.	47468602
Reinvest, investiční společnost, s.r.o.	42638127

SPEKTRUM Investiční společnost a.s.	60192216
Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Spotřebitelská investiční společnost, s.r.o.	49702131
Správa fondů, investiční společnost, s.r.o.	47451378
Šrejberova investiční společnost, a.s.	25617427
TERRA INVEST a.s. - Investiční společnost	60281511
THEMOS Invest Partner, investiční společnost, s.r.o.	49243811
THETA, investiční společnost, s.r.o.	62585690
Tradeinvest, investiční společnost, s.r.o.	43962106
Viribus Unitis, investiční společnost, s.r.o.	49689665
Výběrová investiční, akciová společnost	43003320
WOOD FUNDS a.s. investiční společnost	0
Word Investing investiční společnost, s.r.o.	49551531
Z - INVEST, investiční společnost, s.r.o.	48911259
ZEMAP-INVEST, první kuponová investiční společnost, a.s.	63146479
Zlínconsult investiční společnost, a.s.	49453777
Zlínská investiční společnost, s.r.o.	49452215
ŽB-TRUST, investiční společnost, a.s.	63080273
Patria investiční společnost, a.s.	0
Celkem 117 investičních společností	

příloha 4: Seznam investičních fondů k 31.12.1997

Obchodní jméno investičního fondu	IČO	Obchodní jméno obhospodařovatele	IČO obhosp.
1. investiční fond Morávia Invest, a.s.	44743939	samospráva	0
1. Privatizační investiční fond P.I.F., a.s.	44797770	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišť.	43873766
1. Všeobecný družstevní investiční fond, a.s.	45245991	samospráva	0
2. Spořitelní privatizační investiční fond, a.s.	60192020	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
ABC - investiční fond pro Slezsko, a.s.	47674571	Investiční společnost EQUIL-INVEST, a.s.	18234143
AGB, investiční fond II., a.s.	60192127	samospráva	0
Agreko, a.s., investiční privatizační fond	18189555	Moravskoslezská investiční společnost, spol. s r.o.	47908777
Akademický investiční fond, a.s.	44964129	samospráva	0
AKRO CAPITAL investiční fond, a.s.	60192071	AKRO, investiční společnost, a.s.	49241699
ARNOLD - investiční fond, a.s.	44941111	JANTAR Investiční společnost, a.s.	47677333
AWT - I. moravský zemědělský investiční fond, a.s.	44991312	samospráva	0
C.S. infrastrukturní investiční fond, a.s.	45241406	samospráva	0
Cento, investiční fond, a.s.	45309060	CENTO, investiční společnost, a.s.	44795777
Concordia Invest, investiční fond, a.s.	45245282	samospráva	0
Consus Investiční Fond a.s.	10000500	CONSUS Invest, Investiční společnost s.r.o.	60466227
COR/US garant, investiční fond, a.s.	49241613	Česko-kalifornská investiční společnost, s.r.o.	48535851
COR/US progres, investiční fond, a.s.	49241621	Česko-kalifornská investiční společnost, s.r.o.	48535851
Českomoravský investiční fond, a.s.	44796447	Investiční společnost EQUIL-INVEST, a.s.	18234143
Českomoravský národní investiční fond, a.s.	45245002	samospráva	0
Český národní investiční majetkový fond, a.s.	47285834	samospráva	0
Český národní investiční obchodně-podnikatelský fond, a.s.	47285842	samospráva	0
Ekoinvest, inv. priv. fond pro průmysl a ekologii, a.s.	44991100	samospráva	0
Ekologický a zemědělský investiční fond, a.s.	40233111	samospráva	0
Fond pro prosperitu průmyslu, investiční fond, a.s.	45243999	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Forestinvest České Budějovice, investiční fond, a.s.	48533734	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Forestinvest Hradec Králové, investiční fond, a.s.	48533742	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Forestinvest Stříbro, investiční fond, a.s.	48533815	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Forte, investiční fond, a.s.	60192429	Komero, investiční společnost, a.s.	49241460
Gennex, investiční fond, a.s.	45245720	samospráva	0
Hotelový investiční fond KB, a.s.	47115858	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
Intersigma, investiční fond, a.s.	45242151	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
Invest progres, investiční fond, a.s.	60192160	samospráva	0
Investiční fond AB - Unifond, a.s.	40526038	samospráva	0
Investiční fond Agro bon sens, a.s.	44164025	samospráva	0
Investiční fond ALFA Zlín, a.s.	49447777	samospráva	0
Investiční fond bohatství, a.s.	43875114	První Investiční a.s.	00255149
Investiční fond Burzovní, a.s.	60193310	samospráva	0
Investiční fond Čechy, a.s.	60193000	Investiční společnost Capital, s.r.o.	49687271
Investiční fond České privatizační společnosti, a.s.	45245533	samospráva	0
Investiční fond ČKD Kutná Hora, a.s.	45312737	samospráva	0
Investiční fond DataInvest, a.s.	46356754	samospráva	0
Investiční fond Dialog-Invest, a.s.	45245266	Region Invest, investiční společnost, a.s.	42194245
Investiční fond Eden, a.s.	44740417	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Investiční fond energetiky, a.s.	45313300	Investiční společnost Region, a.s.	47672684
Investiční fond Euroinvest, a.s.	42717272	samospráva	0
Investiční fond Finas, a.s.	60192381	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516

Investiční fond GPB, a.s.	45193207	Investiční společnost BOND, s.r.o.	60794682
Investiční fond Jablonecká bižuterie, a.s.	44566000	Jablonecká bižuterní investiční společnost, s.r.o.	48265403
Investiční fond Kip, a.s.	49241788	samospráva	0
Investiční fond Komerční, a.s.	60192488	samospráva	0
Investiční fond Kredit, a.s.	42937043	Regionální investiční společnost, a.s.	47468602
Investiční fond Mercia, a.s.	15054101	samospráva	0
Investiční fond Metall, a.s.	45244316	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Investiční fond Morava, a.s.	49450158	Investiční společnost Capital, s.r.o.	49687271
Investiční fond NEWTON, a.s.	49900293	samospráva	0
Investiční fond obchodu, cestovního ruchu a služeb, a.s.	43875157	První Investiční a.s.	00255149
Investiční fond Práce a podnikání, a.s.	45245550	samospráva	0
Investiční fond Pragofond, a.s.	45241333	Pražská investiční společnost, a.s.	47115793
Investiční fond pro ekologii a recyklaci, a.s.	45245207	samospráva	0
Investiční fond Sdružení křesťanských podn. a managerů, a.s.	45312486	samospráva	0
Investiční fond TERCIER HOLDING, a.s.	47310332	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční fond TERCIER INVEST, a.s.	47310359	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční fond UNION, a.s.	44741596	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Valuta, a.s., investiční fond	44477007	samospráva	0
Investiční fond Záruka, a.s.	44005440	samospráva	0
Investiční fond Zlatá brána, a.s.	45244545	Investiční společnost Zlatá cihla, spol. s r.o.	16949960
Investiční privatizační fond Komerční banky, a.s.	43004300	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
J.B.Investiční fond, a.s.	45313113	samospráva	0
JIS investiční fond, a.s.	45018332	samospráva	0
Karlovarský investiční fond, a.s.	18228585	samospráva	0
Krušnohorský investiční fond, a.s.	47783095	Region Invest, investiční společnost, a.s.	42194245
Křišťálový investiční fond, a.s.	43875131	První Investiční a.s.	00255149
Kuponinvest, a.s., investiční fond	15053750	Správa fondů, s.r.o., investiční společnost	47451378
KVANTO, investiční privatizační fond, a.s.	44794100	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
Ledečský investiční fond, a.s.	48173011	samospráva	0
Moravskoslezský potravinářský investiční fond, a.s.	18189521	Moravskoslezská investiční společnost, spol. s r.o.	47908777
Moravský družstevní investiční fond, a.s.	44964447	Investiční společnost D.S. INVEST, a.s.	49436147
Motofond, investiční fond, a.s.	18235999	Investiční společnost EQUIL-INVEST, a.s.	18234143
Nadační investiční fond, a.s.	60192313	samospráva	0
Náš investiční fond, a.s.	60737123	samospráva	0
INVESTIČNÍ FOND CTP, a.s.	44266600	samospráva	0
Investiční fond Gold, a.s.	45330000	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064
Pálava, investiční fond, a.s.	49453203	samospráva	0
Pivovarský investiční fond Radegast, a.s.	45193355	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
PROFIT FOND, investiční fond, a.s.	44940777	samospráva	0
Proregio, investiční fond, a.s.	18234666	Investiční společnost EQUIL-INVEST, a.s.	18234143
Prosperita, investiční fond, a.s.	44738447	Tradeinvest investiční společnost, spol. s r.o.	43962106
První českomoravský investiční fond, a.s.	42885230	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
První investiční stavební fond, a.s.	45330409	samospráva	0
První strojírenský investiční fond Bohemia, a.s.	43873863	samospráva	0
Zdravotnický investiční fond, a.s.	45244022	samospráva	0
Real, a.s., investiční fond	47116692	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišť.	43873766
Rentiérský investiční fond 1. IN, a.s.	43875106	První Investiční a.s.	00255149
Restituční investiční fond České republiky, a.s.	45316651	První Investiční a.s.	00255149
Rolnický investiční fond Kolín - Kutná Hora, a.s.	44699191	samospráva	0
Rubín, dynamický investiční fond, a.s.	60192186	samospráva	0

Severozápadní investiční fond, a.s.	40233057	samospráva	0
Sigmia - investiční fond, a.s.	44936079	samospráva	0
Slezský investiční fond, a.s.	43999999	Investiční společnost KREDITAL, a.s.	43965792
Slovácký investiční fond, a.s.	44100001	samospráva	0
SPIF - Český investiční fond, a.s.	63079330	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
SPIF - Všeobecný investiční fond, a.s.	63079313	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
SPIF - Výnosový investiční fond, a.s.	63079321	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Společný investiční fond, a.s.	18189563	samospráva	0
SportIF, a.s., investiční fond	60192321	Investiční společnost Sportvest, a.s.	49241656
Spotřebitelský investiční fond, a.s.	49241176	Spotřebitelská investiční společnost, s.r.o.	49702131
Studentský investiční fond, a.s.	60194111	SPEKTRUM Investiční společnost a.s.	60192216
TETRASPOL, investiční fond, a.s.	60192526	samospráva	0
Trend, všeobecný investiční fond, a.s.	45245177	samospráva	0
Všeobecný Česko - moravský investiční fond, a.s.	49453904	samospráva	0
Výběrový investiční privatizační fond, a.s.	44797877	samospráva	0
Východočeský investiční fond, a.s.	44444222	Hradecká investiční společnost, a.s.	42195845
Zemědělskopotravinářský investiční fond Klatovy, a.s.	45354049	samospráva	0
Zemědělský investiční fond Vysočina a.s.	42634377	Z-INVEST, investiční společnost, s.r.o.	48911259
Zlatý investiční fond KVANTO, a.s.	49688600	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
Živnobanka - I. investiční fond, a.s.	45245665	ŽB-TRUST, investiční společnost, a.s.	63080273
Zemský záruční investiční fond, a.s.	60192437	Komero, investiční společnost, a.s.	49241460
Celkem 117 investičních fondů			

příloha 5: Seznam uzavřených podílových fondů k 31.12.1997

Název uzavřeného podílového fondu	IČO	Obchodní jméno obhospodařovatele	IČO obhosp.
I. obchodní fond KVANTO IS O.B. INVEST, s.r.o., uzavřený PF	90004078	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
I. Rodinný podílový fond AMBRA IS, s.r.o., uzavřený PF	60434341	AMBRA investiční společnost, s.r.o.	49620398
94 PRIVINVEST-PRIVINVESTMENT FUND - IS, a.s., uzavřený PF	60449900	PRIVINVESTMENT FUND, investiční společnost, s.r.o.	49620576
AAA - uzavřený podílový fond KIS, a.s. - Kapitálová IS ČR	60166771	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
ACADEMIA Investiční společnost, s.r.o., uzavřený PF	49562002	ACADEMIA Investiční společnost, s.r.o.	48395463
AG-KLAS, podílový fond A-INVEST, IS, a.s., uzavřený PF	90000280	A-INVEST, investiční společnost, a.s.	45309647
Výnosový uzavřený podílový fond, AKRO, investiční společnost, a.s.	60167025	AKRO, investiční společnost, a.s.	49241699
AMSTERDAM - uzavřený PF ČESKO-HOLANDSKÉ IS, s.r.o.	60166835	ČESKO-HOLANDSKÁ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, s.r.o.	49359959
Bankéř II, uzavřený PF IS ISAAC, a.s.	0	ISAAC, investiční společnost, a.s. - v likvidaci	60193263
Bankéř III, uzavřený PF IS ISAAC, a.s.	0	ISAAC, investiční společnost, a.s. - v likvidaci	60193263
BOHEMIA - uzavřený PF ČESKO-HOLANDSKÉ IS, s.r.o.	0	ČESKO-HOLANDSKÁ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, s.r.o.	49359959
BONUS - CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s. - uzavřený PF	60336633	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
BVV Invest, IS, a.s. - Veletržní uzavřený podílový fond	49466666	BVV Invest, investiční společnost, a.s.	60729724
C.S.Fond, a.s., IS, fond pravidelných dividend, uzavřený PF	60432616	AKRO Investiční společnost, a.s.	43003401
COOP 94 COOP INVEST IS, a.s. uzavřený podílový fond	49465511	COOP INVEST, investiční společnost, a.s.	47901438
České sklo II IS GlassInvest, a.s., uzavřený podílový fond	49111990	GlassInvest, investiční společnost, a.s.	47782331
Český fond První Investiční a.s. - uzavřený podílový fond	90000200	První Investiční a.s.	00255149
Český chmelařský fond České chmelařské IS, uzavřený PF, s.r.o.	60444401	Česká chmelařská investiční společnost, s.r.o.	49621050
Český ráj - SPEKTRUM IS a.s., uzavřený podílový fond	60432373	SPEKTRUM Investiční společnost a.s.	60192216
Druhý fond FINANCE ENGINEERING, IS, a.s., uzavřený podílový fond	60166037	FINANCE ENGINEERING, investiční společnost, a.s.	43872867
Druhý fond Kontinentální sdružení pro investice a obchod, UPF	60166011	Kontinentální sdružení pro investice a obchod, IS, a.s.	45803145
EQUIL-INVEST - uzavřený podílový fond IS EQUIL-INVEST, a.s.	60447575	Investiční společnost EQUIL-INVEST, a.s.	18234143
FINOPA, uzavřený podílový fond	60165316	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
Fond majetku První Investiční a.s. - uzavřený podílový fond	60167378	První Investiční a.s.	00255149
FOND PARTNER IS PB, a.s. - uzavřený podílový fond	62157221	Investiční společnost PB, a.s.	49447173
FOND PLUS IS PB, a.s. - uzavřený podílový fond	49466500	Investiční společnost PB, a.s.	49447173
Fond pravidelných příjmů První Investiční a.s. - uzavřený PF	60167351	První Investiční a.s.	00255149
Fond prosperity První Investiční a.s. - uzavřený podílový fond	60167386	První Investiční a.s.	00255149
Fond RADEGAST IS Union, a.s., uzavřený podílový fond	49593838	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Fond SPEKTRUM, GENERAČNÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, A.S.	60166444	GENERAČNÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, A.S.	64949231

Forestinvest, FORESTINVEST IS, a.s. uzavřený podílový fond	49467000	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
GARANT, uzavřený podílový fond IKS KB IS, a.s.	90012517	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
GLASS I podílový fond IS GlassInvest, a.s.	49111710	GlassInvest, investiční společnost, a.s.	47782331
Hornický - SPEKTRUM IS a.s., uzavřený podílový fond	60432381	SPEKTRUM Investiční společnost a.s.	60192216
I.K.FOND IS IKAS, a.s., uzavřený podílový fond	90003331	Investiční společnost IKAS, a.s.	60193751
IKS KB Plus IKS KB, a.s., uzavřený podílový fond	60166100	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
Intersigma EKOFOND, Intersigma IS, s.r.o., uzavřený podílový fond	60167343	Intersigma, investiční společnost, s.r.o.	49686011
investAGe, a.s. IS AG1 FOND uzavřený podílový fond	90000412	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
investAGe, a.s. IS AG3 FOND uzavřený podílový fond	90000331	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
investAGe, a.s. IS AG5 FOND uzavřený podílový fond	90000421	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
IS Beatobank, a.s. - uzavřený podílový fond INPROFOND	48773697	Investiční společnost Beatobank, a.s.	47674610
IS Bohemia, a.s. - KARLŠTEJN, podílový fond	90005112	Investiční společnost Bohemia, a.s.	43870376
IS INVESTWAY, a.s. - Dividendový PF II. uzavřený podílový fond	90010468	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční společnost KLASIK, a.s. - uzavřený podílový fond	60336668	Investiční společnost KLASIK, a.s.	48395455
IS MORAVA, s.r.o., MORAVA, uzavřený podílový fond	49558811	Investiční společnost Morava, s.r.o.	43541666
IS podnikatelů, a.s. - Podnikatelský korunový podílový fond	90002326	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
IS podnikatelů, a.s. - Podnikatelský tržní podílový fond	60163666	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
IS SEDIA INVEST GROUP, a.s., SD-INVEST, uzavřený PF	0	Investiční společnost SEDIA INVEST GROUP, a.s.	47116960
Investiční společnost TERRA invest, a.s. - TERRA Rent, uzavřený podílový fond	0	Terra Invest, a.s., investiční společnost	60281511
Jablonecká bižuterní IS, s.r.o., Jablonecká bižuterie II, UPF Jihomoravský 94, Zlínconsult IS, a.s., uzavřený podílový fond	43257500	Jablonecká bižuterní investiční společnost, s.r.o.	48265403
	49156101	Zlínconsult investiční společnost, a.s.	49453777
Jistota, CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT IS, a.s., uzavřený podílový fond	0	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
Juniorský uzavřený podílový fond, MAPIS IS, a.s.	90001273	MAPIS investiční společnost, a.s.	41503678
Kapitálový fond I IS EVBAK a.s., uzavřený podílový fond	90004116	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
KIS TIPAINVEST, a.s. - TIPA, první podílový fond uzavřený	48461113	Kapitálová investiční společnost TIPAINVEST, a.s.	46978330
Liberální IS s.r.o., Českomoravský výběrový uzavřený PF	47502525	Liberální investiční společnost s.r.o.	49815644
Moravskoslezský fond První Investiční a.s. - uzavřený PF	90000218	První Investiční a.s.	00255149
Oxfordský podílový uzavřený fond Oxfordské IS a.s.	60339977	Oxfordská investiční společnost a.s.	47674636
PANOK II. - fond IS UNIVERSAL, a.s. - uzavřený podílový fond	60166967	Investiční společnost UNIVERSAL, a.s.	47115386
Pátý uzavřený podílový fond IS Sportvest, a.s.	60435020	Investiční společnost Sportvest, a.s.	49241656
Plzeňská IS, a.s. - Energo, uzavřený podílový fond	45335516	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
Plzeňská IS, a.s. - InWest Petrol, uzavřený podílový fond	45335508	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
Plzeňská IS, a.s. - Velkomoravský, uzavřený podílový fond	45335524	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475

Podílový fond rozvojový uzavřený IS EVBAK, a.s., uzavřený PF	90000111	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
ACTUS Investiční společnost MAPIS, a.s., uzavřený podílový fond	49163388	MAPIS investiční společnost, a.s.	41503678
PPF IS a.s. Český uzavřený podílový fond	60166487	PPF investiční společnost a.s.	43222277
PPF IS a.s. Moravskoslezský uzavřený podílový fond	60166479	PPF investiční společnost a.s.	43222277
PPF IS a.s. růstový uzavřený podílový fond	0	PPF investiční společnost a.s.	43222277
Pragoinvest, Pragocoop IS, s.r.o., uzavřený podílový fond	60433400	Pragocoop investiční společnost, s.r.o.	49689461
Progresivní fond IS Max Merlin in West, s.r.o., uzavřený PF	60444410	Max Merlin in West, investiční společnost, s.r.o.	49620932
Průmyslový fond IS UNIVERSAL, a.s. - uzavřený podílový fond	60166959	Investiční společnost UNIVERSAL, a.s.	47115386
První fond FINANCE ENGINEERING, IS, a.s., uzavřený podílový fond	60166029	FINANCE ENGINEERING, investiční společnost, a.s.	43872867
První fond Kontinentální sdružení pro investice a obchod, IS, UPF	60166002	Kontinentální sdružení pro investice a obchod, IS, a.s.	45803145
Region Invest IS, a.s., Podílový fond VEKTOR - uzavřený PF	0	Region Invest, investiční společnost, a.s.	42194245
ROZVOJ, Regionální IS, a.s. - uzavřený podílový fond	0	Regionální investiční společnost, a.s.	47468602
Růstový fond, Themos Invest Partner, IS, s.r.o. - uzavřený PF	60447770	THEMOS Invest Partner, investiční společnost, s.r.o.	49243811
Strojírenský fond IS UNIVERSAL, a.s. - uzavřený podílový fond	60166983	Investiční společnost UNIVERSAL, a.s.	47115386
SUPER - EXTRA INVEST IS EVBAK, a.s., uzavřený podílový fond	60444461	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
THESAURUS - uzavřený podílový fond KIS, a.s. - Kapitálová IS ČR	60167661	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
TOPFOND IS PROINVEST, a.s., uzavřený podílový fond	90003586	Investiční společnost PROINVEST, a.s.	60193760
Triumf, CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT IS, a.s., uzavřený podílový fond	60436000	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
Univerzální - Pražská IS, a.s. - uzavřený podílový fond	60162058	Pražská investiční společnost, a.s.	47115793
Velkomoravský - SPEKTRUM IS a.s., uzavřený podílový fond	60432390	SPEKTRUM Investiční společnost a.s.	60192216
YSE - Profit IS Linh ArT, a.s., uzavřený podílový fond	60163470	Investiční společnost Linh ArT, a.s.	63080389
YSE akcionářů IS Linh ArT, a.s., uzavřený podílový fond	60163461	Investiční společnost Linh ArT, a.s.	63080389
ZEMAP-INVEST, První kuponová IS, a.s., FORUM - uzavřený PF	44552785	ZEMAP-INVEST První kuponová investiční společnost, a.s.	63146479
Zlatý domov Spotřebitelské IS, s.r.o. - podílový fond uzavřený	60432985	Spotřebitelská investiční společnost, s.r.o.	49702131
Zlatý uzavřený podílový fond KVANTO IS O.B.INVEST, s.r.o.	60163500	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
Zlatý uzavřený podílový fond, MAPIS IS, a.s.	90001281	MAPIS investiční společnost, a.s.	41503678
Zlínconsult Invest 94, Zlínconsult IS, a.s., uzavřený PF	49156098	Zlínconsult investiční společnost, a.s.	49453777
Ženský fond IS UNIVERSAL, a.s. - uzavřený podílový fond	60166975	Investiční společnost UNIVERSAL, a.s.	47115386
Živnobanka - podílový fond IS ŽB-TRUST, a.s., uzavřený PF	10014004	ŽB-TRUST, investiční společnost, a.s.	63080273
Celkem 92 uzavřených podílových fondů			

příloha 6: Seznam otevřených podílových fondů k 31.12.1997

Název otevřeného podílového fondu	IČO	Obchodní jméno obhospodařovatele	IČO obhosp.
A-INVEST, investiční společnost, a.s., A - OTEVŘENÝ PODÍLOVÝ FOND	60434040	A-INVEST, investiční společnost, a.s.	45309647
Akciový podílový fond - CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT IS, a.s	90011057	CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT Investiční společnost a.s.	61058815
ALPHA EFFECT - otevřený podílový fond KIS, a.s., Kapitálová IS ČR	60167670	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
Bonus Consult Invest investiční společnost, a.s. otevřený PF	0	Consult Invest investiční společnost, a.s.	61535459
BVV Invest, IS, a.s. - Výstavní otevřený podílový fond	60552425	BVV Invest, investiční společnost, a.s.	60729724
C.S.Fond, a.s., IS, fond energetiky, otevřený PF	60432624	AKRO investiční společnost, a.s.	49241699
C.S.Fond, a.s., IS, fond kapitálových výnosů, otevřený PF	60432608	AKRO investiční společnost, a.s.	49241699
Caesar Campell investiční společnost, a.s. otevřený podílový	90007301	Campell investiční společnost, a.s.	63476738
CAF Českoamerický podílový fond, HB International - IS, a.s.	0	HB International - investiční společnost, a.s.	48155390
Centralunion, Investiční společnost Union, a.s., otevřený PF	60336820	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
COOP PROSPERITA, IS COOP INVEST, a.s., otevřený podílový fond	90004833	COOP INVEST, investiční společnost, a.s.	47901438
COR/US - Pro lidi - otevřený podílový fond	60165529	Česko-kalifornská investiční společnost, s.r.o.	48535851
Credis český otevřený podílový fond CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT IS, a.s.	10001212	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
Spořitelní IS, a.s., SPOROBOND - otevřený podílový fond	0	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Credis český otevřený dluhopisový PF CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT IS, a.s.	0	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT investiční společnost, a.s.	60192445
České sklo I, Invest. spol. GlassInvest, a.s., otevřený PF	49111850	GlassInvest, investiční společnost, a.s.	47782331
Český Investiční Trust - IS, a.s. - Otevřený podílový fond	0	Český Investiční Trust - Investiční společnost, a.s.	25098497
Český lev - Investiční společnost, s.r.o., otevřený podílový fond	0	Český lev - Investiční společnost, s.r.o.	0
Čistá řeka - otevřený podílový fond, Čistá řeka, IS, a.s.	90003144	Čistá řeka, investiční společnost, a.s.	48173088
Čisté řeky, Čistá řeka, IS, a.s., otevřený podílový fond	48160202	Čistá řeka, investiční společnost, a.s.	48173088
Čtvrtý fond IS Sportvest, a.s., otevřený podílový fond	60435011	Investiční společnost Sportvest, a.s.	49241656
DIVIDENDA, FORESTINVEST IS, a.s., otevřený podílový fond	0	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Dividendový otevřený podílový fond Pražské IS, a.s.	0	Pražská investiční společnost, a.s.	47115793
Družstevní a podnikatelský otevřený PF, Výběrová investiční a.s.	60433043	Výběrová investiční, akciová společnost	43003320
Eurofond, IS Viribus Unitis, s.r.o., otevřený podílový fond	60444444	Viribus Unitis, investiční společnost, s.r.o.	49689665
FENIX - otevřený podílový fond KIS, a.s., Kapitálová IS ČR	90000153	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
FIO, inv. společnost, s.r.o., 2. podílový fond - otevřený	90002202	FIO, investiční společnost, s.r.o.	49621319
FIO, IS, s.r.o., privatizační podílový fond otevřený	60444606	FIO, investiční společnost, s.r.o.	49621319
Mezinárodní dluhopisový fond IS EXPANDIA, a.s., otevřený podílový fond	90002105	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064
Fond Alfa investiční společnosti THETA, podílový fond	0	THETA investiční společnost, s.r.o.	62585690
Fond ESO IS EVBAK, a.s., otevřený podílový fond	90005104	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
Fond GARANCE, Regionální IS, a.s. - otevřený podílový fond	49333151	Regionální investiční společnost, a.s.	47468602
Fond GARANT, IS D.S.Invest, a.s. - otevřený podílový fond	49466909	Investiční společnost D.S. Invest, a.s.	49436147
Mezinárodní akciový fond IS EXPANDIA, a.s., otevřený podílový fond	90002091	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064
Fond růstový IS EXPANDIA, a.s., otevřený podílový fond	60167700	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064
Mezinárodní balancovaný fond IS EXPANDIA, a.s., otevřený podílový fond	60167611	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064
Fond výnosový IS EXPANDIA, a.s., otevřený podílový fond	60167777	Investiční společnost EXPANDIA, a.s.	47116064

Fond zaručených odkupů První Investiční a.s. - otevřený PF	60167360	První Investiční a.s.	00255149
Garanční podílový fond IS WORD Investing, s.r.o., otevřený PF	48663719	WORD Investing, investiční společnost, s.r.o.	49551531
GENERAČNÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, A.S., BONUS OTEVŘENÝ PF	90010506	GENERAČNÍ INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, A.S.	64949231
Global Bond Fund-otevřený PF,CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT IS	0	CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT Investiční společnost a.s.	61058815
Global Equity Fund-otevřený PF,CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT IS	0	CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT Investiční společnost a.s.	61058815
GRADIENT, otevřený PF Investiční společnosti Egretta, a.s.	90005236	Egretta, investiční společnost, a.s.	00674494
Harvardský Dividendový Fond II., otevřený PF	60166665	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Bankovních a Finančních Služeb, otevřený PF	60164662	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský fond Cestovního Ruchu, otevřený PF	60164671	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Důchodového Spoření, otevřený PF	60165111	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Chemického Průmyslu a Biotechnologií, otevřený PF	60164689	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Papírenského a Dřevozpracujícího průmyslu, OPF	60164719	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Pojišťoven, otevřený PF	60164646	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Potravinářského Průmyslu, otevřený PF	60164794	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Rezerv, otevřený PF	0	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Sklářského Průmyslu, otevřený PF	60164778	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Společností se Zahraničním Kapitálem, otevřený PF	60164638	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Stavebních Hmot a Podniků, otevřený PF	60164727	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Stavebních Úspor, otevřený PF	60164760	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Strojírenství a Hutnictví, otevřený PF	60164808	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Telekomunikací, otevřený PF	60164751	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Fond Textilního Průmyslu, otevřený PF	60164999	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Harvardský Růstový Fond II., otevřený PF	60166606	Harvard Capital and Consulting, investiční společnost, a.s.	00676900
Horizont První Investiční a.s. - otevřený podílový fond	90011375	První Investiční a.s.	00255149
IKS Balancovaný, otevřený podílový fond IKS KB, a.s.	90000536	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
IKS dluhopisový, otevřený podílový fond IKS KB, a.s.	0	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
IKS peněžní trh, otevřený podílový fond IKS KB, a.s.	0	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
INOVAČNÍ FOND, Newton Investment - IS, s.r.o., otevřený PF	60046473	Newton Investment - investiční společnost, spol. s r.o.	48394963
Invest. spol. podnikatelů,a.s. - Podnikatelský výnosový OPF	60163607	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
Invest. spol. podnikatelů,a.s. - Podnikatelský dluhopisový OPF	90004141	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
Invest. spol. podnikatelů,a.s. - Podnikatelský jednotkový OPF	90002997	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
Invest. spol. podnikatelů,a.s. - Podnikatelský klasický OPF	90002318	Investiční společnost podnikatelů, a.s.	49241516
investAGe, a.s. IS, AG20 FOND otevřený podílový fond	90005813	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
investAGe, a.s. IS, AG21 FOND otevřený podílový fond	90006097	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
investAGe, a.s. IS, AG22 FOND otevřený podílový fond	90006101	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408

investAGe, a.s. IS, AG30 FOND otevřený podílový fond	90005821	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
investAGe, a.s. IS, AG7 FOND otevřený podílový fond	90000358	investAGe, a.s. investiční společnost	43875408
Investiční rozvojový fond První Investiční a.s. - otevřený PF	90000196	První Investiční a.s.	00255149
Investiční společnost INVESTWAY, a.s., Růstový PF, otevřený PF	90010476	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční společnost INVESTWAY, a.s., Smíšený PF, otevřený PF	90010484	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční společnost INVESTWAY, a.s., Dividendový PF, otevřený PF	90005503	Investiční společnost INVESTWAY, a.s.	60197820
Investiční společnost KLASIK, a.s. - otevřený podílový fond	60337010	Investiční společnost KLASIK, a.s.	48395455
JANTAR dividendový, JANTAR IS, a.s. - otevřený PF	0	Investiční společnost JANTAR, a.s.	47677333
Jihočeský podílový fond Jihočeské vzájemné investiční společnosti	90004051	Jihočeská vzájemná investiční společnost, a.s.	60849959
KAPITÁL, FORESTINVEST, IS, a.s., otevřený podílový fond	0	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Kapitálový fond II. IS EVBAK, a.s., otevřený podílový fond	90004124	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
KORIDOR, IS KREDITAL, a.s., otevřený podílový fond	90010662	Investiční společnost KREDITAL, a.s.	43965792
KOSÍŘ, Newton Investment - IS, spol. s r.o., otevřený PF	60046457	Newton Investment - investiční společnost, spol. s r.o.	48394963
LESY, FORESTINVEST, IS, a.s., otevřený podílový fond	90006224	FORESTINVEST, investiční společnost, a.s.	60733624
Merkur, otevřený podílový fond, IK - Investiční Společnost s.r.o.	90012568	IK - Investiční Společnost, s.r.o.	64579646
Nový podílový fond - MAPIS, IS, a.s., otevřený podílový fond	0	MAPIS, investiční společnost, a.s.	41503678
Obligační a peněžní PF, CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT IS, a.s.	90011065	CREDITANSTALT FUND MANAGEMENT Investiční společnost a.s.	61058815
Obnova české tradice - podílový fond Česko-kalifornské IS, s.r.o.	90006160	Česko-kalifornská investiční společnost, s.r.o.	48535851
OPTIMAL-EURO ASSET MANAGEMENT, IS, a.s., otevřený podílový fond	90011715	EURO ASSET MANAGEMENT, investiční společnost, a.s.	25050893
Otevřený podílový fond Kapitál IS D.S. Invest, a.s.	62157329	Investiční společnost D.S. Invest, a.s.	49436147
Partner, Investice Portfolio a Partner IS, a.s., otevřený PF	60504030	Investice Portfolio a Partner investiční společnost, a.s.	63080532
PIONEER TRUST, PIONEER česká IS, a.s. - otevřený podílový fond	90007018	PIONEER česká investiční společnost, a.s.	63078295
Podílový fond kapitalizace příjmů Plzeňské IS, a.s., OPF	90000927	Plzeňská investiční společnost, a.s.	61776475
Podílový fond výnosový IS EVBAK, a.s., otevřený podílový fond	90000129	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
Portfolio 1-Fond BBG ASSET MANAGEMENT, IS, s.r.o.	0	BBG ASSET MANAGEMENT, investiční společnost, s.r.o.	43541500
PPF fond, PPF investiční společnost, a.s., otevřený podílový fond	0	PPF investiční společnost a.s.	43222277
PRADĚD, Newton Investment - IS, spol. s r.o., otevřený PF	60046465	Newton Investment - investiční společnost, spol. s r.o.	48394963
PREMIUM - fond IS Sportvest, a.s., otevřený PF	90004353	Investiční společnost Sportvest, a.s.	49241656
PROFIT otevřený podílový fond Investiční společnosti Egretta, a.s.	60434252	Egretta, investiční společnost, a.s.	00674494
PROSPERITA, otevřený podílový fond A-INVEST, inv. spol., a.s.	90002059	A-INVEST, investiční společnost, a.s.	45309647
REGION D, investiční společnost, s.r.o., Regionální D fond,	60444088	REGION D, investiční společnost, s.r.o.	49618512
REGION D, IS, s.r.o., Sponzorský D fond, otevřený PF	60444070	REGION D, investiční společnost, s.r.o.	49618512
Reinvest fond I, podílový fond inv. společnosti Bond, s.r.o	90003985	Investiční společnost BOND, s.r.o.	60794682
Spořitelní IS, a.s., SPOROTREND - otevřený podílový fond	0	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Reinvest fond II, podílový fond inv. společnosti Bond, s.r.o	90003993	Investiční společnost BOND, s.r.o.	60794682
Růstový otevřený podílový fond akcií, Citicorp IS, a.s.	0	Citicorp investiční společnost, a.s.	25601415
Růstový otevřený podílový fond dluhopisů, Citicorp IS, a.s.	0	Citicorp investiční společnost, a.s.	25601415
Růstový otevřený podílový fond NEOINVEST, IS NEOINVEST, a.s.	90012363	Investiční společnost NEOINVEST, a.s.	25064665
Růstový otevřený podílový fond peněžního trhu, Citicorp IS, a.s.	0	Citicorp investiční společnost, a.s.	25601415

Růstový otevřený podílový fond Pražské IS, a.s.	0	Pražská investiční společnost, a.s.	47115793
Řeznický fond, Zlínská IS, s.r.o., otevřený podílový fond	49156110	Zlínská investiční společnost, s.r.o.	49452215
SEL, Investiční kapitálová společnost KB, a.s., otevřený PF	90003799	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
SK Olomouc Sigma MŽ, První olomoucké IS, a.s., OPF	60044331	První olomoucká investiční společnost, a.s.	47673397
Speciální fond IS EVBAK, a.s., otevřený podílový fond	60460466	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
Sporounion, Investiční společnost Union, a.s., otevřený PF	0	Investiční společnost Union, a.s.	47151455
Spořitelní IS, a.s., Bondinvest - otevřený podílový fond	90005198	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Spořitelní IS, a.s., Čechoinvest - otevřený podílový fond	90002458	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Spořitelní IS, a.s., Moravoinvest - otevřený podílový fond	90002466	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Spořitelní IS, a.s., Rentinvest - otevřený podílový fond	90002474	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Spořitelní IS, a.s., Sporoinvest - otevřený podílový fond	90011367	Spořitelní investiční společnost, a.s.	44796188
Správa fondů, s.r.o., IS - otevřený podílový fond Lichnice	43501508	Správa fondů, s.r.o., investiční společnost	47451378
Investiční společnost TERRA invest, a.s. - TERRA Plus, otevřený podílový fond	0	Terra Invest, a.s., investiční společnost	60281511
Universum, Zlínská IS, s.r.o., otevřený podílový fond	49156128	Zlínská investiční společnost, s.r.o.	49452215
VAR-Pivovarský PF Pivovarské IS - MORAVA, a.s., otevřený PF	49465520	Pivovarská investiční společnost - MORAVA a.s.	49453017
Vkladový program Komeru, otevřený podílový fond, Komeru, IS, a.s.	90012827	Komeru, investiční společnost, a.s.	49241460
Všeoborový fond IS EVBAK, a.s., otevřený podílový fond	60460440	Investiční společnost EVBAK, a.s.	46355804
Výběrový fond, otevřený PF, Výběrová investiční, a.s.	60433035	Výběrová investiční, akciová společnost	43003320
VÝHERNÍ FOND IS WORD Investing, s.r.o. - otevřený podílový fond	48663701	WORD Investing, investiční společnost, s.r.o.	49551531
Výnosový fond, THEMOS Invest Partner, IS, s.r.o.- otevřený PF	60459000	THEMOS Invest Partner, investiční společnost, s.r.o.	49243811
ZEMAP-INVEST, První kuponová IS, a.s., INDUSTRIA, OPF	44552793	ZEMAP-INVEST První kuponová investiční společnost, a.s.	63146479
Zlatý otevřený fond KVANTO IS O.B.INVEST, s.r.o., podílový fond	60164000	O.B. INVEST, investiční společnost, s.r.o.	44267487
Živnobanka - Interkonto, Investiční společnost ŽB-TRUST, a.s.,OPF	0	ŽB -TRUST investiční společnost, a.s.	63080273
Živnobanka - otevřený podílový fond IS ŽB-TRUST, a.s.	90007158	ŽB-TRUST, investiční společnost, a.s.	63080273
Živnobanka - Sporokonto, Investiční společnost ŽB-TRUST, a.s, OPF	0	ŽB -TRUST investiční společnost, a.s.	63080273
KIS INVEST - otevřený podílový fond KIS, a.s., Kapitálová IS ČR	90000161	KIS, a.s., Kapitálová investiční společnost České pojišťovny	43873766
IKS eurobondový, otevřený podílový fond IKS KB, a.s.	0	Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s.	60196769
GUTMANN & CIE INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. - Obligační otevřený PF I.	0	GUTMANN & CIE INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s.	25619969
Šrejber fond dividendový - Šrejberova IS, a.s. - otevřený podílový fond	60437111	Šrejberova Investiční společnost, a.s.	25617427
Šrejber fond růstový - Šrejberova IS, a.s. - otevřený podílový fond	60433388	Šrejberova Investiční společnost, a.s.	25617427
Celkem 141 otevřených podílových fondů			