

Vývoj kolektivního investování v ČR směrem k evropským standardům

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

DIPLOMOVÁ PRÁCE

**Vývoj kolektivního investování v ČR směrem
k evropským standardům**

Vypracovala: Bc. Jana Fajtová

Konzultant: Doc. Ing. Jiří Havel, CSc.

Akademický rok: 1999/2000

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a použila pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne:

.....

OBSAH

1. ÚVOD.....	5
2. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČR.....	7
2.1. Subjekty kolektivního investování	7
2.1.1. Investiční fondy a podílové fondy	7
2.1.2. Otevřené a uzavřené podílové fondy	8
2.2. Vznik kolektivního investování	9
2.3. Podcenění právního rámce.....	12
2.4. Privatizační fondy.....	13
2.4.1. Význam v kuponové privatizaci	13
2.4.2. Vývoj po ukončení druhé vlny kuponové privatizace	16
2.4.3. Chování v roli vlastníků.....	17
2.4.4. Nestandardní chování.....	19
2.4.5. Transformace na holding	21
2.5. Korunové fondy	22
2.5.1. Typy fondů.....	24
2.5.2. Rozvoj korunových fondů.....	27
2.5.3. Zahraniční fondy na našem trhu.....	29
2.6. Ztráta důvěry v kolektivní investování	32
2.7. Kultivace trhu	33
2.7.1. Právní úpravy	33
2.7.2. Otevírání fondů	35
2.7.3. Komise pro cenné papíry	37
2.7.4. Unie investičních společností ČR	38
3. POROVNÁNÍ SUBJEKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČR A V EVROPĚ. 41	
3.1. Klasifikace subjektů.....	42
3.1.1. Klasifikace fondů spravovaných členy UNIS ČR.....	42
3.1.2. Subjekty kolektivního investování v Evropě: UCITS a UCI.....	44
3.1.3. Členění evropských subjektů	46
3.1.4. Srovnání ČR a Evropa	47
3.1.5. Příklady evropských zemí.....	48
3.2. Harmonizace zákonné úpravy.....	50
3.3. Daňová problematika.....	54
3.3.1. Zdanění sektoru kolektivního investování v ČR.....	54

3.3.2. Daňové podmínky odvětví fondů v Evropě	55
3.3.3. Kolektivní investování versus individuální investování	56
3.3.4. Rovnocenné daňové postavení.....	57
3.4. Majetek ve správě fondů.....	58
3.4.1. Počet fondů	58
3.4.2. Objem majetku	58
3.4.3. Průměrná velikost fondu	61
3.4.4. Růst majetku spravovaného fondy	62
3.4.5. Vztah mezi objemem aktiv a mírou růstu majetku fondů	63
3.4.6. Podíl majetku fondů na finančních aktivech domácností	65
3.5. Investiční strategie	66
3.5.1. Druhy aktiv	66
3.5.2. Akciové fondy.....	70
3.5.3. Podíl na tržní kapitalizaci.....	71
3.5.4. Domácí a zahraniční aktiva.....	72
3.5.5. Pozice jednotlivých zemí	73
3.6. Výkonnost fondů	74
3.6.1. Faktory ovlivňující výkonnost.....	75
3.6.2. Výpočet výkonnosti	79
3.6.3. Porovnání výkonnosti	81
4. ZÁVĚR.....	87
5. POUŽITÁ LITERATURA	93
6. PŘÍLOHY	96
Příloha 1: Příklady nestandardního chování privatizačních fondů	96
Příloha 2: Členové Unie investičních společností ČR	97
Příloha 3: Světové pořadí podle objemu majetku fondů v roce 1998.....	98
Příloha 4: Struktura aktiv fondů v ČR.....	99
Příloha 5: Fondy v ČR podle objemu vlastního jmění.....	103
Příloha 6: Výpočet výkonnosti fondů dle metodiky UNIS ČR	106
Příloha 7: Nejvýnosnější OPF peněžního trhu.....	108

1. ÚVOD

Téma práce je věnováno oblasti kolektivního investování v České republice, pozornost je soustředěna především na vývoj dané oblasti směrem ke standardní formě obvyklé ve vyspělých evropských zemích.

Již v názvu je obsažen základní cíl práce - ukázat, jakým způsobem se vyvíjel český sektor kolektivního investování a zda se jeho úprava a fungování dnes již skutečně přibližuje standardu Evropské unie. Práce je členěna do dvou hlavních částí.

V první části je shrnut vývoj oblasti kolektivního investování v České republice. Subjekty kolektivního investování (investiční a podílové fondy) vznikly v naší zemi především v souvislosti s kuponovou privatizací. Privatizační¹ fondy se nestaly obvyklými subjekty kolektivního investování. Nestandardní prostředí ekonomické transformace poznamenalo jednání subjektů kolektivního investování, což vedlo ke ztrátě důvěry investorů. Postupně byl opravován a dotvářen právní a institucionální rámec a v současné době se úprava sektoru fondů v ČR stále více blíží standardům obvyklým v hospodářsky vyspělých zemích.

V druhé části práce jsou z různých pohledů porovnávány subjekty kolektivního investování v ČR a v Evropě. K některým srovnáním jsou použity údaje Evropské federace investičních fondů a společností, která do své statistiky zahrnuje otevřené podílové fondy spravované členy asociací jednotlivých zemí. V naší zemi je takovou asociací Unie investičních společností ČR, která se významně podílela na kultivaci českého trhu kolektivního investování. Standardní otevřené podílové fondy dnes již převažují na našem trhu fondů. Komparace českých a evropských subjektů ilustruje stupeň připravenosti českého sektoru fondů na integraci na vnitřní trh EU.

V závěru práce jsou stručně shrnuty klíčové aspekty vývoje oblasti kolektivního investování v České republice. Na základě výsledků porovnání subjektů kolektivního investování v ČR a v Evropě je zhodnocena pozice českých fondů v evropském měřítku a určeny potenciály a trendy jejich dalšího rozvoje. Zároveň jsou připomenuty předpoklady, které jsou pro dosažení avizovaného rozvoje nezbytné. Dále je přiložen seznam použité literatury a doplňkové přílohy.

Závěrem tohoto úvodu bych chtěla poděkovala všem, kteří se podíleli na vzniku této diplomové práce. V první řadě patří poděkování konsultantovi této práce

¹ Privatizační fondy označujeme také jako fondy kuponové, neboť klienti vkládali do majetku fondu investiční kupony a nikoli finanční prostředky jako do běžných korunových fondů (které se v ČR také postupně rozvíjely).

docentu Jiřímu Havlovi za podnětné připomínky v jednotlivých fázích realizace a vedoucímu semináře k diplomovým pracím profesoru Michalu Mejstříkovi za nastolení správného pohledu na proces tvorby této práce. Dále bych ráda poděkovala tajemnici Unie investičních společností doktorce Janě Fajtové za zprostředkování dat a informací a také za důležité připomínky k tématu a korektury textu. Za laskavé poskytnutí údajů bych chtěla poděkovat i panu Leoši Gromešovi z Centra investičních služeb Fond Shop. Poděkování patří rovněž Patriku Bauerovi za přínosné poznámky a korektury. Za zajištění technického zázemí pro vznik této práce bych ráda poděkovala také Vratislavu Fajtovi a Stanislavu Fajtovi.

2. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČR

2.1. Subjekty kolektivního investování

Subjekty kolektivního investování jsou typem finančního zprostředkovatele. Získávají prostředky především od drobných investorů a ukládají je do cenných papírů a jiných majetkových hodnot s cílem dosáhnout co nejvyššího zhodnocení svěřených prostředků. Tímto způsobem se fondy podílejí na alokaci finančních zdrojů v ekonomickém systému.

Investoři fondů disponují určitými právy spojenými s vloženým podílem do majetku fondu. Kolektivní investování nabízí svým klientům úspory z hospodaření ve velkém a profesionální správu vložených prostředků. Investování prostřednictvím fondů respektuje a spojuje rozdílné potřeby investorů a emitentů cenných papírů. Strategii jednotlivých fondů lze přizpůsobit právě podle různých zájmů jednotlivých investorů. Riziko z případných špatných investic je investováním do diverzifikované struktury majetkových hodnot rozkládáno rovnoměrně mezi všechny účastníky.

2.1.1. Investiční fondy a podílové fondy

V rámci kolektivního investování v České republice rozlišujeme (podle zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech - ZISIF) fondy investiční a fondy podílové. Oba druhy fondů slouží ke shromažďování peněžních prostředků od jednotlivých investorů a k investování těchto prostředků způsobem stanoveným zákonem a statutem daného fondu.

Investiční fond (IF) je samostatnou právnickou osobou ve formě akciové společnosti. Naproti tomu podílový fond nemá právní subjektivitu, je vytvořen a obhospodařován investiční společností (IS), která při jeho správě vystupuje svým jménem a na účet podílníků fondu.²

Investiční fond získává prostředky do základního jmění emisí akcií a majitelé akcií mají obvyklá akcionářská práva (vůči investičnímu fondu). Akcie investičního fondu jsou veřejně obchodovatelné a nemohou mít omezenou převoditelnost. Do podílového fondu jsou prostředky získávány vydáváním podílových listů, majetek v podílovém fondu je společným majetkem všech podílníků tohoto fondu, podílník nemá aktivní vliv na hospodaření s tímto majetkem. Podílový list je cenný papír, se

² Některé investiční fondy jsou také spravovány investiční společností, ale jako fondy s právní subjektivitou.

kterým je spojen podíl podílníka na majetku v podílovém fondu a právo na vyplacení podílu na zisku, pokud tak stanoví statut fondu.³

Majetek investičního fondu může být uložen v nemovitostech, cenných papírech, movitých věcech i penězích. Majetek podílového fondu může být uložen výhradně v cenných papírech, vymezených zákonem.

2.1.2. Otevřené a uzavřené podílové fondy

Podílové fondy mohou být otevřené nebo uzavřené. Struktura investičního fondu je v jistém pohledu podobná formě uzavřeného podílového fondu (UPF). Otevřený podílový fond (OPF) má neomezený počet emitovaných podílových listů a každý majitel podílového listu má právo jej kdykoli odprodat zpět a investiční společnost spravující daný fond je povinna jej odkoupit. Podílové listy vydávané investiční společností ve prospěch otevřeného podílového fondu nejsou obvykle obchodovatelné na veřejném trhu. Cena podílového listu je dána aktuální hodnotou vlastního jmění podílového fondu vydělenou počtem vydaných podílových listů.

U uzavřeného podílového fondu je počet podílových listů limitován. S těmito podílovými listy se obchoduje na veřejném trhu, ale jejich majitelé je nemohou nabízet ke zpětnému prodeji investiční společnosti. Kurz podílových listů je výsledkem nabídky a poptávky po těchto listech. Na veřejném trhu může být kurz nižší než hodnota vlastního jmění připadající na jeden podílový list, tento rozdíl se nazývá diskontem⁴. Totéž platí pro investiční fondy.

Investování do otevřeného podílového fondu nabízí podílníkům absolutní likviditu. Klient si může zvolit typ investiční politiky výběrem odpovídajícího typu fondu. Tuto volbu umožňuje neomezený objem přílivu peněžních prostředků do fondu. Odliv peněžních prostředků z otevřeného podílového fondu je limitován podle § 35 d odst. 6 ZISIF.⁵ Otevřenost fondu zaručuje vysokou míru konkurence, neboť motivací správců je udržet si své podílníky. Toho lze dosáhnout především

³ Při emisi jsou podílové listy prodávány za jmenovitou hodnotu (po dobu nejdéle šesti měsíců), po té jsou prodávány za aktuální cenu. Rozdíl mezi jmenovitou a aktuální hodnotou podílového listu je emisní ážio (respektive disážio), které zvyšuje (respektive snižuje) vlastní jmění fondu.

⁴ Diskontem se rozumí hodnota rozdílu mezi stem a procentním podílem ceny podílového listu na veřejných trzích k vlastnímu jmění připadajícímu na jeden podílový list. Nemožnost prodeje podílového listu (respektive akcie) za skutečnou cenu (odpovídající hodnotě VJ) vedla mimo jiné k uzákonění (postupně) povinné transformace všech uzavřených fondů, které byly schváleny před platností novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech z června 1998, na otevřené.

⁵ Pokud se počet podílových listů sníží o více než 50% v porovnání s průměrným stavem za poslední tři měsíce, je zahájeno řízení o zrušení fondu.

prostřednictvím dobrých výsledků, informační otevřeností a vysokou transparentností, což je velmi žádoucí chování.

Vzhledem k uvedeným výhodám je zřejmé, že otevřené podílové fondy se postupně stanou hlavním subjektem kolektivního investování. Pro drobné investory budou uzavřené podílové fondy a investiční fondy jen okrajovou záležitostí.⁶ Existence velkého počtu uzavřených typů fondů v České republice je důsledkem kuponové privatizace.

2.2. Vznik kolektivního investování

Vznik subjektů kolektivního investování je často spojován s kuponovou privatizací. Vedle privatizačních fondů, které byly zakládány pro potřeby kuponové privatizace, však v naší zemi vznikaly i běžné korunové fondy shromažďující finanční prostředky od drobných investorů. První investiční, a.s. (1.IN), dceřiná společnost Investiční banky⁷, a.s. založila tři korunové fondy již v prosinci 1990, jednalo se o OPF (Investiční rozvojový fond⁸) a dva UPF (Český fond a Moravskoslezský fond). 1.IN byla průkopníkem na trhu kolektivního investování. V březnu 1991 vznikla Investiční kapitálová společnost Komerční banky, a.s. (IKS KB) a v prosinci 1991 Spořitelní investiční společnost, a.s. (SIS). Obě investiční společnosti byly dceřinými společnostmi dvou největších tuzemských bank. IKS KB a SIS však byly (narozdíl od 1.IN) založeny zejména pro účast v připravované kuponové privatizaci. IKS KB založila v letech 1991 až 1993 tři privatizační fondy - jeden UPF (IKS KB Plus) a dva IF (Investiční privatizační fond KB a Hotelový investiční fond KB). V roce 1991 vznikla Spořitelní privatizační a.s. IF (SPas)⁹, která po založení SIS přešla pod její správu. V roce 1992 SIS založila tři korunové smíšené OPF (Čechoinvest, Moravoinvest a Rentinvest), v roce 1993 vznikl 2.spořitelní privatizační investiční fond (2.SPIF). Tři zmíněné investiční společnosti jsou dnes na prvních místech z hlediska objemu spravovaného majetku.

⁶ Fondy uzavřeného typu hrají významnou úlohu pro rizikový (venture) kapitál. Tento typ fondů náš zákon zatím neupravuje. Současná regulace (jako otevřených fondů) je ale příliš omezující, venture fondy by musely mít větší možnosti rizikových investic a spekulací, to znamená povolení držet vyšší podíly jednotlivých společností a provádět aktivní výkon corporate governance.

⁷ Dnes Investiční a poštovní banka.

⁸ Název fondu byl 1.1.1999 změněn na IPB výnosový otevřený podílový fond.

⁹ SPas byla původně založena přímo Českou spořitelnou.

Kuponová privatizace byla velkým impulsem pro vznik investičních fondů a investičních společností. Privatizační fondy (PF) byly zakládány jako akciové společnosti výlučně jen pro nákup akcií privatizovaných podniků. Za investiční body vydaly privatizační fondy občanům své vlastní akcie¹⁰, z výnosů nakoupených akcií a obchodů s nimi jim pak měly vyplácet dividendy.

Druhé vlny privatizace se podle zákona mohly účastnit vedle investičních fondů i fondy podílové, narozdíl od vlny první, kde měli občané možnost investovat pouze prostřednictvím investičních fondů. Podílové fondy pro účast ve druhé vlně byly zakládány jako uzavřené i otevřené¹¹.

Mezi největšími investičními společnostmi, jejichž privatizační fondy se zapojily do procesu kuponové privatizace, byly tři již zmíněné nejstarší investiční společnosti: I.IN, SIS a IKS KB. Z nových investičních společností zaujaly významné pozice společnost Harvard Capital&Consulting, a.s. (HC&C), A-Invest¹² (IS Agrobanky), Kapitálová investiční společnost České Pojišťovny (KIS ČP), Expandia, OB Invest a řada dalších.

V následujících letech po ukončení druhé vlny kuponové privatizace (byla ukončena v závěru roku 1994) došlo postupně k celkovému poklesu počtu fondů na trhu (viz tabulka 2.1.). Tento pokles byl způsoben zejména snížením počtu investičních fondů a uzavřených podílových fondů. Počet IF se snížil především v důsledku transformace těchto fondů na holdingy v polovině roku 1996. Pokles počtu UPF byl víceméně výsledkem přirozeného vývoje (v odvětví došlo k postupné koncentraci, fondy se spojovaly či zanikaly) a v poslední době je také důsledkem otevírání těchto fondů. Počet otevřených podílových fondů naopak narůstal. V roce 1994 tvořily OPF necelých 17% celkového počtu fondů, v roce 1998 již více než polovinu tohoto počtu. Růst počtu OPF byl na jedné straně zapříčiněn zmíněným otevíráním uzavřených fondů, na straně druhé docházelo k velkému rozvoji nových korunových OPF. V roce 1998 a 1999 došlo k poklesu OPF (zejména v důsledku slučování a splnutí fondů), ale stále OPF tvořily více než polovinu celkového počtu fondů.

¹⁰ respektive podílové listy (ve druhé vlně privatizace)

¹¹ Privatizační OPF měly po určitou dobu pozastavené právo odkupu podílových listů, proto se můžeme setkat s tvrzením, že se kuponové privatizace účastnily jen fondy uzavřené.

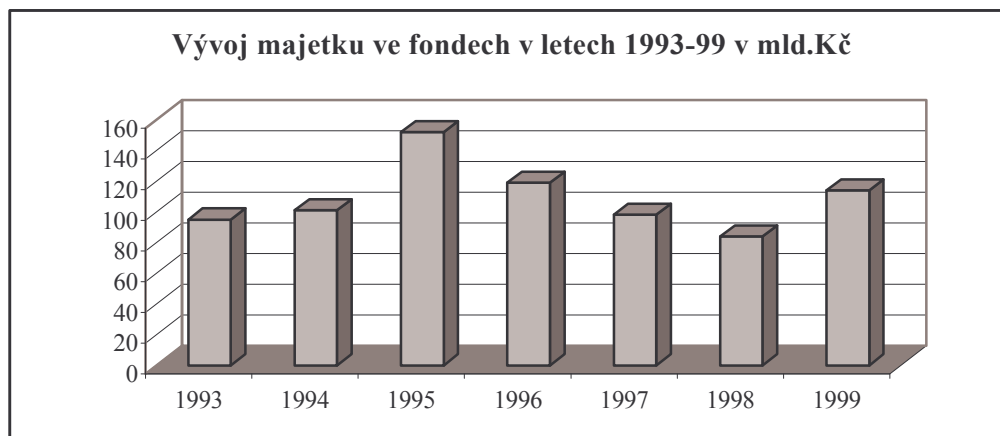
¹² Investiční společnost A-Invest byla Komisí pro cenné papíry odejmuta licence v roce 1999.

Tabulka 2.1. Počet subjektů na trhu kolektivního investování, 1992-99

Ke konci roku	IS	IF	UPF	OPF	Fondy celkem
1992	23	256	15	23	294
1993	144	259	153	86	498
1994	155	292	159	92	543
1995	160	258	162	110	530
1996	153	173	174	122	469
1997	117	117	92	141	350
1998	99	84	47	139	270
1999	79 ¹³	50	19	74	143

*Pramen*¹⁴: Trzaskalik 1999, Informační středisko SCP, UNIS ČR, ČNB: Bankovní a finanční sektor v ČR, prosinec 1997, ČNB: Přehled o rozvoji finančního sektoru v ČR, září 1999, KCP: Tisková zpráva 1999.

Graf 2.1.



Pramen: SIS a UNIS ČR.

Graf 2.1. znázorňuje vývoj majetku¹⁵ ve všech fondech v cenách příslušných let. Rostoucí trend v letech 1993-95 odpovídá rozvoji fondů v průběhu kuponové privatizace, vrchol v roce 1995 představuje skončení druhé vlny. Od roku 1995 do roku 1998 klesal majetek fondů. V roce 1996 došlo k největšímu poklesu majetku (v důsledku transformace desítek investičních fondů na holdingy). V letech 1997 a 1998 se projevila krize kolektivního investování, navzdory snahám o ozdravení

¹³ Z toho je 27 IS v likvidaci, u 14 IS plyne lhůta sedmi měsíců pro nabytí účinnosti rozhodnutí o odejmutí povolení, ve které musí být vypořádání podílů zrušených obhospodařovaných fondů.

¹⁴ Dostupné údaje se často podstatně liší podle jednotlivých zdrojů. Rozdíly jsou zřejmě způsobeny nedostatečným dodržováním informační povinnosti ze strany fondů. Většina zdrojů uvádí nižší počet subjektů než pravděpodobně odpovídá skutečnosti. V práci jsou níže uvedeny tabulky počtu privatizačních (tabulka 2.5.) a korunových fondů (tabulka 2.6.), vzhledem k nepřesnosti údajů neodpovídá většinou součet privatizačních a korunových fondů celkovému počtu fondů v této tabulce (tabulka 2.1.).

¹⁵ Podle současné zákonné úpravy je majetek představován vlastním jměním fondu.

pokračoval pokles majetku fondů, spolu s pádem cen akcií a likvidacemi některých fondů. Přesto již v roce 1998 vznikaly nové otevřené fondy. V roce 1999 nastal konečně celkový růst odvětví kolektivního investování, tento růst byl založen na standardních otevřených podílových fondech. Přes 50% majetku bylo shromážděno v nových fondech, nespojených s kuponovou privatizací.

2.3. Podcenění právního rámce

Základní právní úpravou kolektivního investování v České republice je zmíněný zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, který nabyl účinnosti v květnu 1992. Zakládání a činnost investičních fondů pro první vlnu kuponové privatizace však probíhaly ještě před platností tohoto zákona. Oblast kolektivního investování byla tehdy právně ošetřena zákonem č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, a nařízením vlády ČSFR č. 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kuponů. Tato právní ustanovení nabyla účinnosti v dubnu 1991, před tímto termínem provozovaly fondy svou činnost na základě zvláštních povolení § 14 odst. 2 zákona č. 158/1989 Sb. o bankách a spořitelnách.

Všechny subjekty, které byly založeny a upravovány podle uvedených provizorních právních úprav, se nabytím účinnosti zákona o investičních společnostech a investičních fondech staly předmětem působnosti tohoto zákona. Ve stanovené lhůtě musely být uvedeny veškeré náležitosti do souladu s novým zákonem. Z formálního hlediska tedy vznikly některé fondy na základě provizorní vyhlášky. Během tohoto ‘provizorního’ období se však utvořily hlavní finanční skupiny a získaly své hlavní privatizační podíly. Instituce kolektivního investování byly tedy v některých případech založeny dříve než jejich právní úprava.

Samotný zákon o investičních fondech a investičních společnostech byl při svém vzniku příliš liberální. Nezajistil dostatečnou ochranu akcionářů a podílníků. Práva akcionářů byla omezená, závazky manažerů nedostatečné a zveřejňování pravidel nebylo povinné v odpovídajícím rozsahu. Zákon nevymezil jasnou odpovědnost správce a ani nezavedl adekvátní dohled¹⁶ nad činností fondů. Řada negativních jevů, které se vyskytly v průběhu dalšího vývoje, pramenila právě

¹⁶ Dozor byl svěřen odboru ministerstva financí, od roku 1997 byl tento odbor přeměněn na Úřad pro cenné papíry. V roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry (viz subkapitola 2.7.3.)

z podcenění právní úpravy vzniku subjektů kolektivního investování. Další příčiny krize kolektivního investování jsou rozebírány v kapitole 2.6.

2.4. Privatizační fondy

Privatizační fondy plnily v procesu kuponové privatizace důležitou roli: shromažďovaly investiční kupony od individuálních investorů, „nakupovaly“¹⁷ za ně akcie privatizovaných podniků. Očekávalo se, že cílem fondů je maximalizace hodnoty jejich portfolia, a to nejen výběrem vhodných titulů, ale i prostřednictvím aktivního výkonu corporate governance.

Nadšení, které činnost fondů zpočátku provázelo, bylo vystřídáno rozčarováním. Důvěra v kolektivní investování výrazně klesla vinou nežádoucího chování PF. Pokles důvěry byl vyvolán zejména případy zpronevěry svěřeného majetku správci (tunelování fondů), nedostatky v zákonné úpravě, příliš liberálním přístupem při dozoru nad činností fondů a udělování licencí, transformací investičních fondů na holdingy a podobně.

Krize kolektivního investování podnítila přijetí rozsáhlé novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech v červnu 1998. Jejími hlavními důsledky je postupné povinné otevření všech¹⁸ fondů uzavřeného typu a větší diverzifikace portfolia fondu snížením limitu majetkové účasti v jedné společnosti na 11% (z dosavadních 20%). V procesu otevírání formálně zanikají původní uzavřené privatizační fondy a stávají se otevřenými podílovými fondy či zanikají s likvidací, pokud nesplní podmínky otevření.

2.4.1. Význam v kuponové privatizaci

V procesu transformace ekonomiky stát stanovil právní a regulatorní rámec nezbytný pro zajištění operací fondů. V přípravné fázi kuponové privatizace pak vznikaly privatizační fondy víceméně spontánně.

Podoba privatizačních fondů byla spojením dvou modelů fondu: 1. manažerského fondu bez omezení vlastnických podílů a s předpoklady pro aktivní výkon corporate governance, 2. portfoliového fondu, jehož strategie je založena na diverzifikaci rizika. Z tohoto spojení pramení konflikt rolí, který vedl

¹⁷ L.Mlčoch uvádí, že investiční body byly jakousi speciální měnou použitelnou jen na nákup akcií státních podniků zařazených do kuponové privatizace. (Mlčoch 1997, str.52)

¹⁸ Týká se všech uzavřených fondů, které byly založeny před platností této novely.

k nestandardnímu chování fondů. PF měl diverzifikované portfolio a zároveň vyšší limity¹⁹ než jsou běžné u portfoliových fondů např. v USA či na evropském trhu. Očekávalo se, že bude aktivně vykonávat corporate governance v privatizovaných podnicích, ale PF mohl vlastnit nižší podíl akcií dané společnosti, než běžné manažerské fondy. (*World Bank 1999, str.28*)

Tabulka 2.2. 10 největších investičních spol. v kuponové privatizaci podle objemu získaných investičních bodů (v mil.)

Název IS	1. vlna	Podíl(%) ²⁰	2. vlna	Podíl(%)	Celkem	Podíl(%) ²¹
SIS	951	21,9	124	3,2	1075	8,9
HC&C	565	13,0	292	7,5	857	7,1
1.IN	712	16,4	98	2,5	810	6,7
IKS KB	466	10,7	124	3,2	590	4,9
KIS ČP	334	7,7	187	4,8	521	4,3
A-Invest	71	1,6	309	7,9	380	3,1
Expandia	0	0,0	305	7,8	305	2,5
OB Invest	62	1,4	198	5,1	260	2,1
PPF	118	2,7	120	3,1	238	2,0
LinhArT	72	1,7	157	4,0	229	1,9
10 IS celkem	3351	-	1914	-	5265	-
PF celkem	4352	-	3912	-	8263	-
Podíl 10 IS(%)	77	-	48,9	-	63,7	-
DIKové	1626	-	2249	-	3875	-
Celkem	5978	-	6161	-	12138	-
Podíl 10 IS(%)	56,1	-	31,1	-	43,4	-
Podíl PF(%)	72,8	-	63,5	-	68,1	-

Pramen: Soja 1999.

V první vlně kuponové privatizace zaznamenala největší úspěch SIS, které se podařilo získat téměř 22% investičních bodů svěřených všem privatizačním fondům v první vlně (viz. tabulka 2.2.). Za ní následovala 1.IN (více než 16%) a na třetí pozici se umístila společnost HC&C (13%). Ve vlně druhé shromáždila nejvíce investičních

¹⁹ Hodnota cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem nesměla přesáhnout 10% hodnoty majetku fondu a v majetku fondu nemohlo být více než 20% (nyní 11%) z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem. V EU a USA je tento limit pro portf. fondy zhruba 5%.

²⁰ Podíl na investičních bodech získaných fondy v první vlně.

²¹ Podíl na všech investičních bodech nabídnutých v obou vlnách.

bodů společnost A-Invest s necelými 8% investičních bodů získaných PF ve druhé vlně, následovaná společnostmi Expandia (7,8%) a HC&C (7,5%).

Celkově získala nejvíce bodů společnost SIS²² - téměř 9% všech bodů vydaných pro kuponovou privatizaci, na druhém místě byla společnost HC&C se 7% a na třetím společnost 1.IN s necelými 7%. Privatizační fondy shromáždily v obou vlnách 68% všech investičních bodů. Deset největších investičních společností získalo 43% všech investičních bodů vydaných v kuponové privatizaci a 64% objemu bodů získaných privatizačními fondy.

Tabulka 2.3. Rozdělení kuponů podle typu fondu

Objem (podíl)	IF	OPF	UPF	Celkem
1.vlna	264 (100%)	-	-	264 (100%)
2.vlna	195 (40%)	38 (22%)	120 (38%)	353 (100%)
Celkem	459 (80%)	38 (8%)	120 (18%)	617 (100%)

Pramen: World Bank 1999.

Investiční fondy získaly v obou vlnách celkem 80% kuponů vložených do PF (viz tabulka 2.3.). Podílové fondy se účastnily jen druhé vlny a celkem získaly 12% (uzavřené fondy) a 8% (otevřené fondy).

Tabulka 2.4. Koncentrace kuponů ve skupinách fondů

Podíl všech kuponů (%)	Největší Fond	5 největších fondů	10 největších fondů	Bankovní fondy
1.vlna	15	52	67	35
2.vlna	8	33	51	24

Pramen: World Bank 1999.

V první vlně spravoval největší fond SPas (SIS) 15% všech kuponů a skupina pěti největších fondů získala více než polovinu kuponů (viz tabulka 2.4.). Vkládání investičních kuponů do fondů bylo v první vlně koncentrováno silněji než ve druhé. Tato skutečnost může souviset s účastí podílových fondů až ve druhé vlně.

PF získaly téměř 70% majetku soukromého sektoru. Ohromný úspěch byl výsledkem reklamních kampaní, které mimo jiného slibovaly do roka vrácení desetinásobku vložené částky. Tyto sliby nebyly nepodložené, hodnota kuponové knížky byla odhadována na 30 tisíc Kčs a akcie některých úspěšných fondů bylo

²² Úspěch SIS byl jistě podpořen zázemím České spořitelny, v první vlně SIS navíc nabídla za kuponovou knížku investovanou do SPas půjčku 10 000 korun (značná část DIKů tuto půjčku nesplatila a SIS tak získala téměř poloviční podíl akcií fondu). SPas se v roce 1995 rozdělila na tři SPIFfondy: Český, Výnosový a Všeobecný. Ve druhé vlně se SIS prezentovala prostřednictvím 2.SPIF.

skutečně možné prodat za hodnotu přesahující avizovaný desetinásobek²³ (*Brabec: Občané..., 1999, str.15*).

2.4.2. Vývoj po ukončení druhé vlny kuponové privatizace

Fondy zaujaly v průběhu roku 1994 významné postavení na kapitálovém trhu - jako investoři i emitenti cenných papírů. V důsledku kuponové privatizace se PF podílely na vlastnictví většiny podniků. Vliv drobných akcionářů byl zanedbatelný, vzhledem k nedostatečné ochraně se stávali předmětem diskriminace a postupně proto prodávali své akciové podíly velkým vlastníkům. V průběhu roku 1995 tak došlo k významné koncentraci vlastnických práv - tzv. třetí vlně privatizace, kde PF často sehrály roli 'překupníka' (svěřený majetek prodávaly dalším investorům). Koncentrace vlastnictví vyvolala značné změny v představenstvech a dozorčích radách podniků. Nastal pokles podílu fondů ve prospěch ostatních vlastníků. V letech 1994-95 docházelo k četným pokusům o převzetí fondů.²⁴ Investiční společnosti byly proto nuceny kupovat zpět akcie svých fondů, aby nad nimi neztratily kontrolu. Tyto aktivity tlačily ceny akcií IF přechodně směrem vzhůru a došlo tak i ke snížení stále vysokých diskontů (40%).

V roce 1996 byly schváleny novely: Obchodního zákoníku, zákona o investičních společnostech a fondech a dalších zákonů. Reakcí investičních fondů na přípravu novely ZISIF byla jejich transformace - přeměna asi 100 investičních fondů na běžné akciové společnosti (holdingy), které nespádaly pod působnost ZISIF. Důsledkem transformace poklesl objem majetku spravovaný fondy a zvýšila se koncentrace sektoru kolektivního investování. Diskonty některých nově vzniklých holdingů se v roce 1997 pohybovaly až okolo 90%. Vzhledem ke ztrátě důvěry v sektor kolektivního investování vzrostly diskonty i ostatních fondů. Po přijetí novely, když bylo zřejmé, že se tyto fondy již netransformují, došlo opět k poklesu jejich diskontů. Bankovní fondy měly nižší diskont než fondy nebankovní (*World Bank 1999, str.35*).²⁵

Nová právní úprava (z června 1998) podoby fondů odstartovala čtvrtou privatizační vlnu. Fondy jsou povinny snížit své podíly v podnicích a v rámci

²³ Některé fondy nabízely v reklamní kampani vrácení desetinásobku vloženého administrativního poplatku za kuponovou knížku (ve výši 1000 Kčs.).

²⁴ Např. kauza Motoinvest (tato společnost chtěla vytvořit silnou finanční skupinu kontrolující většinu podniků, prostřednictvím zneužívání důvěrných informací a porušování předpisů získala podíly v nejvýznamnějších fondech).

²⁵ Nižší diskonty odrážely menší riziko insolvence a likvidity a lepší řízení fondu.

přípravy na otevření zlikvidují svá portfolia odprodejem akciových účastí - uvolňují tak místo ve společnostech novým vlastníkům (strategickým investorům). V důsledku blížícího se otevření se diskonty fondů začaly postupně snižovat (*Mátl 1999, str.15*).

V letech 1994-99 se počet privatizačních fondů snížil na méně než jednu třetinu původního objemu (viz tabulka 2.5.). Největší pokles byl zaznamenán u investičních fondů mezi lety 1995 a 1996 (výsledek transformace IF na holdingy). Počet privatizačních fondů klesal také v důsledku slučování či zániku fondů. V roce 1994 a 1995 převládaly investiční fondy nad podílovými fondy, od roku 1996 bylo již více podílových fondů.

Tabulka 2.5. Vývoj počtu privatizačních fondů (1994-99)

Ke konci roku	IS ²⁶	PF celkem	Podílové	Investiční
1994	155	469	193	276
1995	160	479	226	253
1996	152	400	241	159
1997	118	288	185	103
1998	100	226	154	72
září 1999	67	142	85	57

Pramen: ČNB: Bankovní a finanční sektor v ČR, prosinec 1996 a prosinec 1997.

ČNB: Přehled o rozvoji finančního sektoru v ČR, prosinec 1998 a září 1999.

2.4.3. Chování v roli vlastníků

Programy masové privatizace nemusí generovat vznik takové vlastnické struktury, která by umožňovala efektivní výkon corporate governance a podnítila tak rozsáhlou restrukturalizaci (*EBRD 1995, str.135*). Odpůrci kuponové privatizace v naší zemi poukazovali na toto nebezpečí – argumentovali tím, že široce rozptýlené vlastnictví může vést k nedostatečnému corporate governance (a to navíc tehdy, kdy je silná kontrola nezbytná pro uskutečnění potřebných změn).

Privatizační fondy získaly téměř 70% majetku privatizovaného prostřednictvím kuponové metody a staly se tak klíčovými vlastníky většiny podniků. Fondy mohly držet ve svém portfoliu maximálně 20% akcií jedné společnosti²⁷. Toto omezení by mohlo vzbudit dojem, že fondy proto neměly dostatek hlasů (tedy větší než 50% podíl akcií) pro efektivní kontrolu podniků ve svém portfoliu. Pro efektivní

²⁶ Uvedeny všechny investiční společnosti bez ohledu na privatizační či standardní (korunový) charakter spravovaných fondů.

²⁷ M. Mejstřík uvádí, že po první vlně kuponové privatizace měl největší fond (navzdory tomuto omezení) větší než 20% podíl akcií ve 102 podnicích (Mejstřík 1997, str.70).

kontrolu však ve skutečnosti postačil i menší než 50% podíl akcií. Za předpokladu, že drobní investoři nemají výrazný vliv na řízení společnosti, získali v převážné většině privatizovaných podniků větší investoři (zejména fondy) dostatek akcií pro kontrolu dané společnosti. Po první vlně kuponové privatizace kontrolovala skupina pěti největších fondů 272 podniků (*Mejstřík 1997, str.70*). Toto zjištění je podstatné, protože schopnost kontrolovat společnost je základním předpokladem pro efektivní výkon corporate governance.

Role fondů však byla nejednoznačná. Některé aktivně vykonávaly vlastnické funkce jako manažeři podniků, jiné byly pasivním správcem portfolia cenných papírů. J.E.Stiglitz se domnívá, že účast fondů v procesu kuponové privatizace problém corporate governance prohloubila (*Stiglitz 1999, str.11*). Vlastnická struktura většiny fondů vedla k ještě větším potížím s aktivním výkonem corporate governance než u podniků v portfoliu těchto fondů. Akcie fondů vlastnil obrovský a rozptýlený počet DIKů, proto byl vliv akcionářů na řízení fondů zanedbatelný. Drobní akcionáři fondů často nebyli schopni ovlivnit jednání managementu fondů jiným způsobem než prodejem akcií těchto fondů.

V průběhu třetí vlny privatizace některé fondy významně posilovaly strategické podíly v jednotlivých společnostech, případně uzavíraly akcionářské smlouvy s ostatními akcionáři dané společnosti. Tyto aktivity byly obranou proti již zmíněné nedostatečné ochraně drobných akcionářů (zde fondů). Získání majoritního podílu však naopak mohlo vést k pokusu zneužívat pozice majoritního vlastníka a zároveň omezovalo likviditu akcií dané společnosti na trhu.

Mnozí noví majoritní vlastníci nevyužívali soukromá vlastnická práva k restrukturalizaci podniků, ale ke krátkodobému vysávání podniků (tunelování). Toto neetické chování většinou nebylo postihováno, protože v důsledku nedokonalé či chybějící regulace nebylo v rozporu s platnými právními předpisy.

Fondy držely vysoký počet akcií velkého množství podniků, ale obvykle disponovaly jen omezeným počtem odborníků a (podobně jako v centrálně plánované ekonomice) neměly dostatek informací o jednotlivých společnostech. U podniků, jejichž majoritním vlastníkem byl jeden či více fondů, mohlo dojít k situaci, kdy společnost byla bez efektivního vlastníka a management měl neomezený prostor k prosazování svých zájmů, které vůbec nemusely korespondovat s dlouhodobými zájmy podniku ani se zájmy akcionářů.

Představitelé fondů se často soustředili více na finanční stránku podniku a v řadě případů dávali přednost rychlému zbohatnutí změnou portfolia (před pomalým a náročným procesem restrukturalizace). Akciové společnosti vzniklé v rámci kuponové privatizace ve většině případů neprošly restrukturalizačním procesem, tato privatizační metoda zpravidla nepřinesla klíčové vlastnické struktury, které by podnítily realizaci potřebných změn.

Výsledkem kuponové privatizace byl vznik omezené²⁸ struktury ovládání – tzv. kvazisosoukromé vlastnické struktury. Privatizační fondy (založené bankovními investičními společnostmi) byly majetkově propojeny s bankami. Fondy se často stávaly pouze prostředníky mezi bankami a podniky a zvyšovaly tak transakční náklady. Křížové vlastnictví bank a fondů představovalo tzv. rekombinované vlastnictví – v rámci transformace české ekonomiky vzniklo nové institucionální uspořádání, ale v některých rysech podobné uspořádání předešlému. Státní vliv stále přetrvával. (*Mlčoch 1996, str.117*)

2.4.4. Nestandardní chování

Problematické chování PF pramenilo z konfliktu dvou rolí (jak již bylo uvedeno v subkapitole 2.4.1.). Fond byl jakožto akcionář finančním holdingem, snažil se vykonávat úlohu aktivního a odpovědného vlastníka podniků, jejichž akcie držel. Byl ale rovněž vázán povinnostmi vůči svým klientům, jeho úkolem bylo zajistit růst ceny svých akcií (respektive podílových listů) a vyplácet dividendy. Vzhledem k nepříznivé situaci byly některé fondy nuceny prodávat nejlepší části svých portfolií²⁹, aby splnily závazky vůči klientům (i věřitelům).

Podle J.E.Stiglitze bylo nežádoucí chování fondů a investičních společností způsobeno jejich nedostatečnou motivací. Původně byla majetková účast fondu v jedné společnosti omezena na 20% a investiční společnost obhospodařující fond obdržela odměnu ve výši 2% hodnoty spravovaných aktiv. Potom ekonomický zisk investiční společnosti na výsledku podniku v portfoliu fondu činil 0,4% ($20\% \times 0,2\%$). Pokud dva fondy jedné investiční společnosti vlastnily každý 20% stejné společnosti, investiční společnost získala 0,8%. Jestliže tato investiční společnost kontrolovala ekonomická aktiva, ze kterých mohla vytěžit pouze 0,8% zisku, je možné, že hledala

²⁸ Fondy byly omezeny v řízení podniků a DIKové byli omezeni v kontrole fondů.

²⁹ Portfolio ve většině případů nebylo velmi kvalitní (zpravidla převládaly akcie podniků a podíl likvidnějších cenných papírů byl zanedbatelný).

více efektivní způsob pro zhodnocení aktiv (např. tunelování společností v portfoliu fondu či přímo fondů). (*Stiglitz 1999, str.11-12*)

V některých situacích mohly mít fondy zájem i na poklesu hodnoty svých podílových listů respektive akcií. Prostřednictvím speciálních a pro tento účel založených brokerských firem fondy vykupovaly od individuálních podílníků respektive akcionářů své vlastní podílové listy (akcie), za účelem získání kontroly nad sebou samým.³⁰ Vzhledem k nedostatečné likviditě kapitálového trhu a celkovému informačnímu deficitu nehrozilo ve většině případů fondům nepřátelské vykoupení akcií při poklesu jejich ceny pod kritickou mez. (*Mlčoch 1996, str.119*)

Akciové společnosti, v nichž měly významné majetkové podíly privatizační fondy, vykazovaly zpravidla horší hospodářské výsledky než společnosti, které nebyly s fondy spojeny. Výjimku tvořily podniky vlastněné bankovními fondy, to však bylo především důkazem silného vzájemného propojení bank, PF a společností (*MF: Analýza českého kapitálového trhu, 1997*). Privatizační fondy zmrazovaly proces hledání konečných vlastníků a přísun prostředků pro restrukturalizační programy. Fondy se často chovaly jako obchodníci s cennými papíry, držely kontrolní vlastnické podíly v podnicích a spekovaly na dosažení maximálních cen (které ale zahraniční investoři nemohli akceptovat). Některé PF nakládaly se svěřeným majetkem způsobem, který byl v rozporu se zákonem a vedl k poškození zájmů akcionářů (podílníků).

V příloze 1 jsou uvedeny jednotlivé typy nestandardního chování PF. Nejznámějším příkladem takového nežádoucího chování fondů je tunelování podniku³¹ Tomuto jevu často předcházela další typ nestandardního chování: soustředování značných finančních hotovostí na bankovních účtech. Uvedené příklady byly v praxi kombinovány a jejich postižitelnost (a průkaznost) byla a je velmi obtížná.

Někteří správci skutečně považovali svěřený majetek za vlastní. Správa fondu byla často prodávána za ceny více než desetinásobně převyšující roční poplatek za

³⁰ L.Mlčoch uvádí následující kauzalitu negativní zpětné vazby: Špatně operacionalizované struktury ovládní rozsáhlého portfolia fondů neumožňovaly vyplácet dividendy ani v podnicích, ani v (ovládajících) privatizačních fondech, fondy vykazovaly ztrátu a snižovaly hodnotu základního jmění, obchodovatelnost jejich akcií (pod. listů) dále klesala a nakonec vznikla šance pro přátelské převzetí spřízněnou brokerskou firmou. (*Mlčoch 1996, str. 119*)

³¹ Valná hromada společnosti rozhodne o transakcích s majetkem společnosti - ve skutečnosti rozhoduje 'nájezdník' z titulu hlasovací majority. Představenstvo podniku pak operaci realizuje, čímž poškozí společnost.

správu fondu. Prodávajícímu i kupujícímu muselo být jasné, že se nejedná o prodej práva obhospodařovat fond, nýbrž o právo fond vykrást. (*Brabec: Fondy v ČR..., 1999, str.2*)

2.4.5. Transformace na holding

V polovině roku 1996 se řada investičních privatizačních fondů³² přeměnila v akciové společnosti, neregulované zákonem o investičních společnostech a investičních fondech.³³ Podle tohoto zákona podléhají investiční fondy v zájmu bezpečnosti minoritních akcionářů mimo jiné podmínkám diverzifikace, kapitálovému dohledu a dohledu depozitářem. Záměrem transformace byla snaha obejít omezení pro investice či vymanit se z dozoru státu³⁴. Tento důvod umocnila připravovaná novela ZISIF, která měla zavést přísnější pravidla transformace a další regulační opatření.

Přeměna fondů na finanční holdingy probíhala bez zákonné úpravy. Drobní akcionáři, kteří nesouhlasili se změnou investičního fondu na holding, často neměli možnost vypořádání vloženého majetku. Tím byla porušena jejich práva. Následkem transformace byl zpravidla prudký pokles cen akcií (na jednu pětinu až desetinu původní hodnoty), akcie většinou přestaly být obchodovány. V mnoha případech byla transformace fondu přípravou na následné tunelování a zpronevěru majetku.³⁵ V řadě holdingů již dnes není žádný majetek, jiné úspěšně podnikají, ale hodnota akcií většinou výrazně nevzrostla.³⁶

V polovině roku 1996 byla přijata očekávaná novela, obsahující povinné vypořádání drobných akcionářů (při transformaci fondu na holding). Další novela ZISIF přijatá v červenci 1998 již zavedla úplný zákaz změny fondů na holdingovou strukturu.

Otázka, zda je transformace legální, byla diskutována již na počátku vlny přeměn. „*Zákon tuto záležitost nijak neupravoval, nakonec soudy začaly i pod vlivem politické vůle nezasahování státu do práv akcionářů přeměny zapisovat do*

³² Transformace do podoby akciové společnosti holdingového typu probíhala jen u fondů investičních (vzhledem k jejich struktuře akciové společnosti).

³³ O transformaci bylo rozhodnuto na rychle svolaných valných hromadách přítomnou většinou největších akcionářů (často jen 20-30%).

³⁴ Holdingy nemusí zveřejňovat hodnotu aktiv ani složení portfolia.

³⁵ Asi nejznámější případ je Harvardský průmyslový holding.

³⁶ Výjimkou je PPF Holding, který v roce 1999 vykázal rekordní zisk ve výši 600 mil. Kč. Tento holding je jediným holdingem, který pravidelně týdně informuje o stavu majetku (70% majetku je investováno do akcií České pojišťovny).

rejstříků...“ (Klein, Pospíšil: *Holdings...*, 1998, str.18) Komise pro cenné papíry přezkoumávala, zda byla či nebyla nevypořádáním drobných akcionářů porušena jejich ústavní práva.³⁷ Navrhovaným řešením situace byla zpětná přeměna holdingů na fondy, vyvstává zde však řada otázek. Není jasné, jak by se fond po zrušení přeměny měl chovat.³⁸ Dalším návrhem, jak eliminovat neprůhledné operace holdingů, je provedení změny v obchodním zákoníku, podle které by akciová společnost (včetně holdingu), s větším než 50% podílem cenných papírů ve svém majetku, měla minimálně stejnou informační povinnost jako fondy.

Podle názorů odborníků se do holdingové podoby transformovaly především ty fondy, které uplatňovaly některé nekalé praktiky při transakcích s cennými papíry a poškozovaly tím zájmy a práva ostatních (zejména minoritních) akcionářů a zneužívaly svého správcovského postavení. Tyto fondy svým chováním podlomily křehkou důvěru investorů. Snad ojedinělým kladným důsledkem přeměn fondů na holdingy je skutečnost, že tyto problémové subjekty opustily diskutovaným krokem trh kolektivního investování. Po transformaci fondů na holdingy se zhruba 25% aktiv sektoru kolektivního investování dostalo mimo kontrolu dohledu. Zajímavé je, že mezi přeměněnými fondy většinou nebyly bankovní fondy, protože bankovní skupiny si nemohly dovolit ztrátu reputace.³⁹

Ve vyspělých ekonomikách dochází také k podobným transformacím fondů. V České republice vznikl problém v důsledku spojení masové transformace, obrovského majetku transformovaných fondů a nedostatečné ochrany drobných akcionářů. (*World Bank 1999, str.39*)

2.5. Korunové fondy

Klasické portfoliové fondy shromažďující peněžní prostředky vznikaly ojediněle již před počátkem kuponové privatizace. V dalším období se korunové fondy rozvíjely souběžně s privatizačními fondy. Jejich majetek však byl v porovnání s PF nesrovnatelně menší. Jak bylo uvedeno, jednalo se o fondy největších

³⁷ V kauze Komenius Holding došel Nejvyšší soud k závěru, že změna předmětu podnikání investičního fondu, a tedy ani jeho přeměna na jiný podnikatelský subjekt, nebyla před novelizací zákona z roku 1996 možná. Usnesení valné hromady, které znemožňuje plnění účelu investičního fondu (shromážděné prostředky mají být využity výhradně za účelem kolektivního investování), je protiústavní.

³⁸ Neměl by např. licenci či depozitáře či stanovené majetkové limity v podnicích. Možným řešením by mohlo být zavedení nucené správy, uložení opatření k nápravě nebo likvidace staronového fondu.

³⁹ Výjimkou byla I.IN, jejíž IF se transformovaly na holdingy.

investičních společností: SIS, 1.IN a IKS KB. Poté bránila širšímu rozvoji korunových fondů ztráta důvěry v kolektivní investování. V současné době dochází ke značnému nárůstu objemu vložených peněžních prostředků do korunových fondů. Po roce 1996 zaznamenaly růst zejména otevřené podílové fondy, které jsou vzhledem ke své transparentnosti a informační otevřenosti nejlepší alternativou pro drobné investory. Proces otevírání uzavřených fondů přispěje k dalšímu zvýšení počtu OPF.

Tabulka 2.6. Vývoj počtu korunových fondů (1994-99)

Ke konci roku	IS ⁴⁰	Fondy celkem	Podílové	Investiční
1994	155	70	57	13
1995	160	67	54	13
1996	152	72	52	20
1997	118	65	50	15
1998	100	55	42	13
září 1999 ⁴¹	67	34	25	9

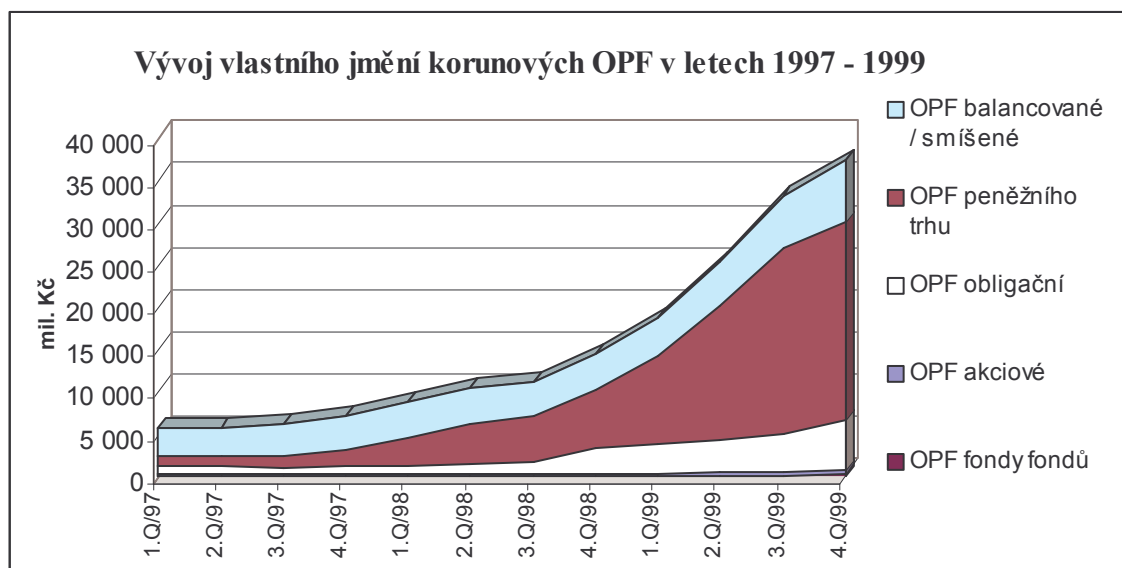
*Pramen: ČNB: Bankovní a finanční sektor v ČR, prosinec 1996 a prosinec 1997.
ČNB: Přehled o rozvoji finančního sektoru v ČR, prosinec 1998 a září 1999.*

V letech 1994-99 byl celkově zaznamenán pokles počtu korunových fondů (viz tabulka 2.6.). Snížil se počet jak investičních fondů tak fondů podílových. Některé fondy zanikaly v důsledku špatného hospodaření nebo se sloučily s ostatními fondy. Zmíněný růst počtu otevřených podílových fondů byl eliminován poklesem počtu uzavřených podílových fondů.

⁴⁰ Uvedeny všechny investiční společnosti bez ohledu na privatizační či standardní (korunový) charakter spravovaných fondů. Většina investičních společností spravuje korunové i kuponové fondy.

⁴¹ Tato data jsou převzata z uvedeného zdroje ČNB, ale počet korunových podílových fondů (zde 25 fondů) se výrazně liší od údajů UNIS ČR, která ke 3.Q 1999 registrovala 46 korunových OPF. Údaj ČNB by měl být

Graf 2.2.



Pramen: UNIS ČR.

Od roku 1997 roste majetek korunových OPF (viz graf 2.2.). Od počátku roku 1997 do konce roku 1999 vzrostl tento majetek zhruba pětinasobně. Navzdory rostoucímu zájmu o OPF a značné dynamice rozvoje zůstává jejich podíl na objemu úspor ve srovnání s bankovními vklady stále velice nízký. Ke konci roku 1999 zaujímaly všechny OPF zhruba 4% podíl na trhu úspor (na konci roku 1998 pouze 1%). V porovnání s bankovními vklady nabízely fondy peněžního trhu vyšší zhodnocení vložených prostředků (při srovnatelném riziku). (viz příloha 7)

2.5.1. Typy fondů

Velké investiční společnosti vytvářejí rodiny fondů, kde jednotlivé fondy mají úzce definovanou investiční strategii. Klient si sám může zvolit ze širší nabídky produktů. Strategie fondů se liší hlavně mírou rizika a výší očekávaného výnosu investovaných peněžních prostředků. Mezi fondy jedné rodiny je možné přesouvat prostředky za výhodnějších podmínek (spočívajících především v nižších poplatcích).

Fondy jsou podle znění svého statutu zřizovány jako výnosové či růstové. Výnosové fondy vyplácí pravidelně každý rok svým klientům výnos (ve většině případů formou dividendy), další zisk může podílník (akcionář) obdržet na základě zvýšení ceny vlastněného podílového listu (akcie). Růstové fondy reinvestují veškerý zisk do majetku fondu, podílníci (akcionáři) inkasují tento zisk v podobě růstu objemu vlastního jmění připadajícího na jeden podílový list (akcii).

naopak vyšší, neboť by měl zahrnovat všechny korunové podílové fondy včetně UPF (a nejen fondy spravované

Podle investičního zaměření rozlišujeme fondy akciové, dluhopisové (obligační), fondy peněžního trhu, smíšené (balancované) fondy, a fondy fondů. Investiční strategie se může lišit také regionálním zaměřením (např. na domácí či zahraniční trh).

Majetek investovaný do akcií zvyšuje v průběhu času obecně nejvíce svoji hodnotu, ale zaznamenává rovněž větší cenové výkyvy než je tomu u jiných druhů cenných papírů, proto jsou akciové fondy vhodné pro dlouhodobé investování (minimálně pět let).

Fondy investující do dluhopisů jsou doporučovány pro zajištění pravidelného stálého příjmu či diverzifikaci (převážně) akciového portfolia, zaručují jistý výnos ve formě úroku a vrácení jistiny v době splatnosti, hodnota dluhopisů kolísá v závislosti na úrokových sazbách, jedná se o investici s průměrnými výnosy i průměrným rizikem. Vzhledem k nižší volatilitě hodnoty podílového listu jsou obligační fondy vhodné pro investování na dobu delší než dva roky.⁴²

Fondy peněžního trhu (zaměřené na investice do krátkodobých instrumentů - např. vkladové účty, pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a krátkodobé obligace) poskytují nejnižší výnos, avšak při nejnižších cenových výkyvech, tento druh investice je vhodný pro krátkodobé spoření či dočasné uložení peněz mezi investováním nebo jako polštář vyrovnávající výkyvy v růstovém (akciovém) portfoliu.

Smíšené fondy⁴³ mají portfolio sestavené z akcií i dluhopisů, jejich poměrné zastoupení závisí na aktuální situaci na kapitálovém trhu. Minimální investiční horizont je u tohoto typu fondů doporučen ve výši tří let.

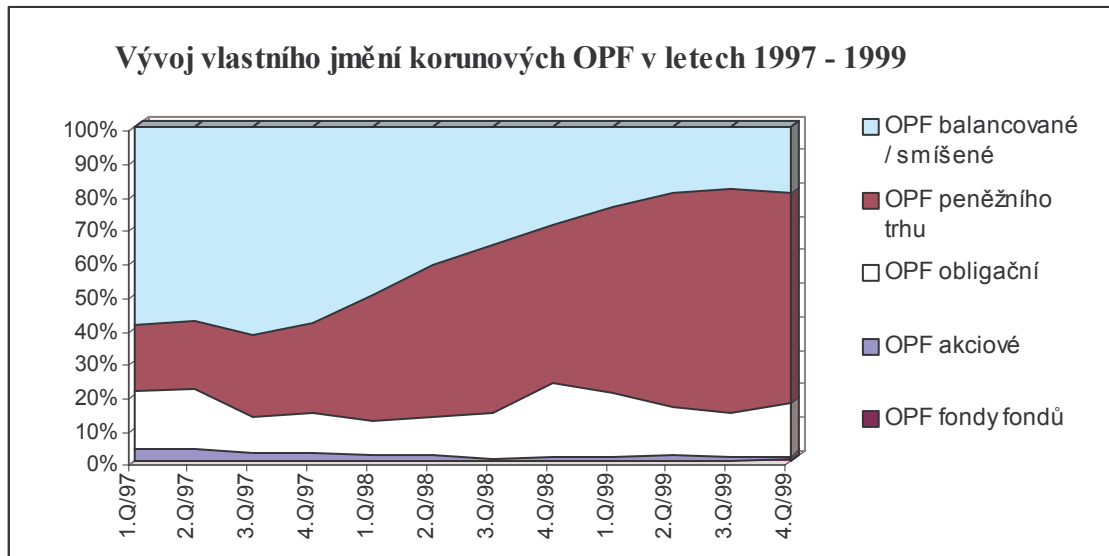
V současnosti jsou novinkou tzv. fondy fondů, jejich portfolio (podle metodiky UNIS ČR) tvoří alespoň ze dvou třetin akcie a podílové listy ostatních fondů. Nevýhodou těchto fondů jsou dvojí poplatky a dvojí zdanění, ale zato poskytují maximální dosažitelnou diverzifikaci.

členy UNIS ČR). Domnívám se, že ČNB prezentovaný počet fondů za 3.Q 1999 je příliš nízký.

⁴² Obecně jsou akcie růstové a obligace výnosové, ale v naší republice je většina fondů z daňových důvodů růstová. Růstové fondy mají delší investiční horizont.

⁴³ Kuponové fondy se většinou profilují jako smíšené fondy.

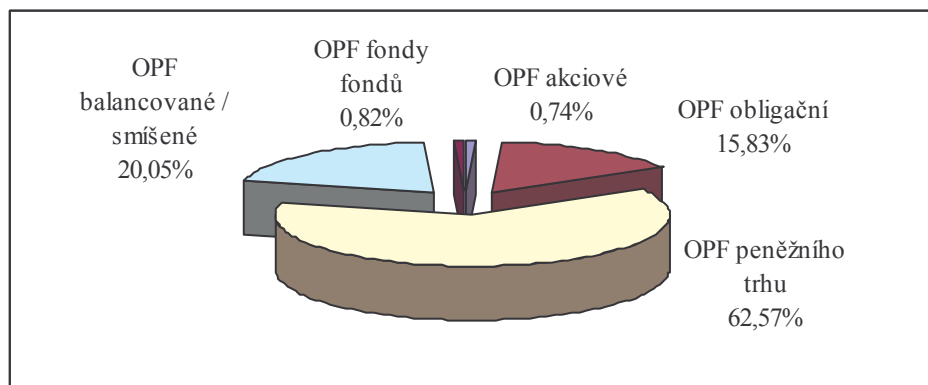
Graf 2.3.



Pramen: UNIS ČR.

Na počátku roku 1997 bylo nejvíce majetku korunových OPF uloženo ve smíšených fondech, fondy peněžního trhu a obligační fondy zaujímaly zhruba stejný podíl (viz graf 2.3.)⁴⁴. Ke konci roku 1998 byl největší podíl aktiv korunových OPF shromážděn ve fondech peněžního trhu, fondy obligační a smíšené měly podobný podíl. V závěru roku 1999 bylo ve fondech peněžního trhu spravováno téměř 63% majetku všech korunových OPF, smíšené fondy měly 20% a fondy obligační necelých 16% (viz graf 2.4.)

Graf 2.4. Rozdělení korunových OPF podle objemu vlastního jmění ke 31.12.1999



Pramen: UNIS ČR.

Podíl akciových fondů a fondů fondů byl ve sledovaném období velmi nízký. Na českém trhu kolektivního investování zřejmě existuje velký potenciál růstu podílu

⁴⁴ Údaje za fondy členů Unie investičních společností ČR (UNIS ČR), OPF členů UNIS ČR zaujímají více než 95% podíl trhu OPF v ČR.

fondů zaměřených na investice do akcií. Čeští investoři jsou však ještě opatrní a preferují bezpečnější typy fondů i za cenu nižších výnosů.

2.5.2. Rozvoj korunových fondů

Za začátek nové éry kolektivního investování lze považovat vytvoření prvního fondu peněžního trhu, Sporoinvest, investiční společností SIS v červnu 1996.⁴⁵ Tento standardní OPF byl vytvořen s pomocí zahraničního know how a je srovnatelný s fondy vyspělých zemí. Novinkou na trhu byl také smíšený OPF Pioneer Trust, založený Pioneer českou investiční společností, a.s. (dceřinou společností americké Pioneer Group Inc.) v listopadu 1995. Narozdíl od fondu Sporoinvest je investiční strategie tohoto fondu zaměřena na delší časový horizont a na investice do zahraniční titulů. V roce 1996 procházela celá oblast kolektivního investování krizí ztráty důvěry, ale již v průběhu následujícího roku se potvrdila úspěšnost nové strategie na trhu produktů kolektivního investování. Objem vložených peněžních prostředků do obou fondů výrazně narůstal. Zejména Sporoinvest zaznamenal v průběhu dalšího vývoje obrovský úspěch (v současné době spravuje největší objem majetku ze všech českých fondů – viz příloha 5). Sporoinvest těží z lehce dostupné a rozsáhlé distribuční sítě České spořitelny. Je obecným pravidlem, že nejúspěšnější jsou fondy se silnou a efektivní distribuční sítí.

Dalším velmi úspěšným fondem zaměřeným na peněžní trh se stal fond IKS Peněžní trh založený v květnu 1997 IKS KB (v současné době je po Sporoinvestu druhým největším korunovým OPF). Tento fond byl prvním z rodiny fondů IKS KB. Do konce roku 1997 byly na trh uvedeny další OPF z této rodiny, jednalo se o dva dluhopisové fondy zaměřené na domácí (IKS Dluhopisový) respektive zahraniční trh (IKS Eurobondový) a smíšený fond, který vznikl přeměnou již existujícího UPF (IKS Balancovaný).⁴⁶ V roce 1998 otevřela IKS KB dva nové OPF.

V září 1997 vznikla rodina OPF investiční společnosti ŽB-Trust, a.s. Jako první byl z rodiny fondů představen fond peněžního trhu Sporokonto, následoval smíšený fond Interkonto (zaměřený na zahraniční trh) a jeden UPF byl transformován

⁴⁵ V roce 1995 založila SIS také obligační OPF Bondinvest.

⁴⁶ Tato kapitola je zaměřena na vývoj korunových fondů, ale pro úplnost jsou zde uvedeny (v rámci informací o transformacích některých uzavřených fondů na OPF) i kuponové fondy. Otevřením uzavřených fondů je částečně eliminována hranice mezi kuponovými a korunovými fondy. Do otevřených (původně) kuponových fondů je možné vkládat peněžní prostředky (jako do fondů korunových) a transformované fondy podléhají standardní přísné úpravě.

na otevřený smíšený fond. Ke konci roku 1999 představila ŽB-Trust nový otevřený podílový fond - Balancovaný fond nadací.

V dubnu 1998 otevřela SIS rodinu Sporofondů, fond Sporinvest byl doplněn dvěma novými fondy: akciovým fondem Sporotrend a dluhopisovým fondem Sporobond. Na přípravě fondů se podílela Evropská banka pro obnovu a rozvoj⁴⁷. V roce 1999 byly Čechoinvest a Moravoinvest sloučeny se Sporotrendem, Rentinvest byl sloučen se Sporobondem.

Na trhu kolektivního investování se postupně začaly objevovat další zahraniční subjekty. V prosinci 1997 uvedla Citicorp investiční společnost, a.s. na trh rodinu otevřených podílových fondů, která nabízela investice do dluhopisového fondu, akciového fondu a fondu peněžního trhu⁴⁸. Citicorp IS, a.s. je založena podle českého práva, ale je členem americké bankovní skupiny.

Credit Suisse Asset Management investiční společnost, a.s. (CSAM) ze švýcarské skupiny Credit Suisse Group představila rodinu fondů nazvanou Globální investiční program Credit Suisse. Rodinu tvoří čtyři smíšené OPF (s rozdílnou investiční politikou)⁴⁹ a jeden obligační OPF, založené v letech 1996-98. V současné době je plánováno sloučení OPF Pioneer Trust s pěti uvedenými OPF spravovanými investiční společností CSAM. Fúze fondů koresponduje se strategiemi zúčastněných IS. CSAM se nyní zaměří v ČR na investiční služby pro domácí institucionální investory⁵⁰. Globální strategie evropského zastoupení Pioneeru je naopak zaměřena hlavně na menší investory. Pioneer Česká IS převzala již v roce 1999 dva fondy spravované Creditanstalem.

Další velkou rodinu OPF pod názvem OB Kvanto prezentovala investiční společnost OB Invest, a.s. Její fondy vznikly hlavně transformací tří UPF na OPF (první fond byl přeměněn v září 1998). OB Kvanto nabízí čtyři fondy: smíšené fondy

⁴⁷ EBDR se zavázala vložit peněžní prostředky do nových fondů, tomuto závazku předcházela pečlivá kontrola mechanismu fungování fondů podle pravidel platných v zemích EU. Tato skutečnost svědčí o vysokém standardu kvality těchto fondů.

⁴⁸ Nominální hodnota podílového listu těchto fondů 100 tisíc Kč reflektuje zaměření na větší investory, podílové listy jsou distribuovány přes BCPP.

⁴⁹ Credit Suisse dynamický OPF byl prvním fondem fondů v ČR (založen v srpnu 1998), navíc se jedná o rodinný fond - to zn. že investuje jen do podílových listů ostatních fondů Credit Suisse (zhruba 150 fondů z USA, Německa a Švýcarska).

⁵⁰ CSAM rovněž zprostředkovává nabídku 120 fondů registrovaných v Lucembursku.

OB KVANTO Svět a OB KVANTO Globální listinný, dluhopisový fond OB KVANTO Globální a OB KVANTO Českomoravský fond peněžního trhu⁵¹.

V roce 1998 založila IS AKRO šest OPF (smíšené a obligační), v následujícím roce otevřela svůj investiční fond. Tato investiční společnost již nemá uzavřené fondy.

V roce 1999 uvedla 1.IN novou rodinu otevřených podílových fondů, ve které jsou zahrnuty fondy: IPB dluhopisový, IPB peněžního trhu a IPB fond fondů. 1.IN již dříve spravovala tři korunové OPF.

V září 1999 představila PPF investiční společnost, a.s. nový Smíšený OPF, který je určen především pro institucionální investory⁵².

Většina velkých investičních společností v současné době otevírá své uzavřené fondy či se na tento proces připravuje. Problematice otevírání uzavřených fondů je věnována podkapitola 2.7.2.

Po prověření licencí udělených investičním společnostem se snížil počet IS na trhu kolektivního investování (viz podkapitola 2.7.3.). V důsledku toho bude zřejmě stále častěji docházet k fúzím mezi fondy. Podle slov V.Fichtnera by v ČR mohl být prostor pro 10 až 20 správců fondů, investiční společnost by měla ovládat alespoň pětiprocentní podíl na trhu. (*HN: Pioneer chce převzít..., 2000, str.1*) Podstatnou část trhu kolektivního investování zaujímají v současné době čtyři rodiny investičních společností: ke konci roku 1999 ovládala SIS 43% trhu, 1.IN 28%, IKS KB 16% a ŽB TRUST 6,6%, ostatní IS měly nižší než 5% podíl.

2.5.3. Zahraniční fondy na našem trhu

Odvětví fondů v naší zemi stojí zřejmě na počátku dalšího růstu. Na tomto rozvoji se chtějí podílet i zahraniční správci fondů. Někteří založili za tímto účelem v ČR investiční společnosti a fondy podle českých zákonů (např. uvedené IS CSAM, Citicorp a Pioneer česká IS), jiní volí cestu prodeje podílových listů nebo akcií svých fondů formou prodeje zahraničních cenných papírů českým občanům. K rozvoji tohoto typu investování došlo zejména v průběhu roku 1999, protože od počátku roku 1999 je možné nabývat zahraniční cenné papíry bez jakéhokoli omezení. Zahraniční podílové fondy nabízejí širší nabídku investičních strategií a rizikovosti, opírají se o důvěryhodnost velkých zahraničních investičních společností a poskytují ochranu

⁵¹ Fond OB Kvantó Svět vznikl otevřením UPF Zlatý Kvantó, OB Kvantó Globální vznikl přeměnou OPF Zlatý Kvantó a OB Globální listinný vznikl otevřením UPF 1.obchodní Kvantó.

investic před negativním vývojem koruny. Výnos z podílových listů zahraničních fondů však závisí nejen na úspěšnosti zahraničního správce, ale i na vývoji kursu naší měny. Důležitým faktorem je také zdanění výnosů z podílových listů zahraničních fondů. Produkty zahraničních IS lze v České republice zakoupit prostřednictvím jejich českých prezentací, poboček zahraničních bank a také v Československé obchodní bance.

V únoru 1998 představila rodinu fondů ING Investment Management, a.s. (ING IM), dceřiná společnost holandské ING Group. Za účelem využití příznivějších podmínek pro zdanění kapitálových výnosů byly fondy založeny a registrovány v Lucembursku jako Sociétés d'Investissement a Capital Variable (SICAV)⁵³. V rodině fondů ING IM jsou fondy orientované na akcie, dluhopisy a peněžní trh. V září 1998 uvedla investiční společnost Wood Funds, a.s. dva akciové fondy, registrované rovněž v Lucembursku jako SICAV.

Činnost takto registrovaných fondů nepodléhá v současné době dozoru české Komise pro cenné papíry, která pouze schvaluje veřejnou obchodovatelnost jejich podílových listů na území České republiky. Připravovaná novela zákona o cenných papírech navrhuje zavedení regulace těchto zahraničních fondů. Fondy SICAV (založené podle lucemburských právních předpisů) spadají do stejné kategorie jako ostatní zahraniční fondy nabízené na našem trhu zprostředkovateli jako Pioneer česká investiční společnost, a.s. nebo CSAM. Tyto fondy představují zahraniční konkurenci domácím subjektům, z odlišností daňových a zákonných podmínek⁵⁴ plyne nerovné postavení účastníků trhu.

V červnu 1999 získala povolení od Komise pro cenné papíry IS Parvest SICAV (člen francouzské bankovní skupiny Paribas). Pražská pobočka této společnosti zajišťuje prodej fondů v celé střední Evropě. Investiční politika je konzervativní a klade důraz zejména na kvalitu distributorů, specializuje se na trhy denominované v Euru. Fond Parvest Eastern Europe je zaměřen na trh tří nejslibnějších kandidátů vstupu do Evropské unie, Česká republika je zastoupena 30% podílem, Polsko 34% a Maďarsko 36%.

⁵² Minimální výše investice je 10 mil.Kč.

⁵³ otevřené fondy s právní subjektivitou a proměnlivým základním jměním – obdoba českých OPF

⁵⁴ Zahraniční fondy např. nemusí být povinně registrovány ve Středisku cenných papírů, pro české fondy je tato povinnost nákladnou záležitostí.

Široký výběr zahraničních fondů nabízí společnost Raiffeisen Capital & Investment (RCI) dceřiná společnost Raiffeisen Zentralbank Vídeň. Jedná se o stovky OPF více než 50 světových investičních společností. Dalším zprostředkovatelem je Specialised Fund Marketing (SFM), nabízí fondy společností World Investment Opportunities Funds, Parvest, AIG a Unigestion.

Nabídku zahraničních OPF na českém trhu zahájila také finanční skupina ABN AMRO (distribuci zajišťuje společnost ABN AMRO Portfolio Management). Jedná se o patnáct akciových fondů, osm dluhopisových, tři tematické fondy (fond investující do informačních technologií, fond služeb a fond globálních zdrojů⁵⁵) a dva fondy peněžního trhu. Investiční politika je zaměřena na různé regiony, fondy mají růstový charakter.⁵⁶

ČSOB nabízí zahraniční fondy švýcarského CSAM a lucemburských World Investment Opportunities Funds (několik fondů spravovaných renomovanými americkými a francouzskými správcovskými firmami). Do zahraničních fondů je možné investovat také prostřednictvím pražského zastoupení rakouské Oberbank AG. HypoVereinsbank poskytuje podílové listy několika fondů své HypoInvest a německého správce ADIG Investments.

Často však bohužel schází podrobnější informace o zahraničních subjektech nabízejících prodej podílových listů. K větší informovanosti a transparentnosti činnosti těchto fondů pro českého investora by vedlo např. zvláštní přidružené členství v Unii investičních společností ČR, o kterém se podle slov jejího předsedy J.Brabce uvažuje. (*Brabec: Informační povinnost..., 1999, str.48*) Většímu rozvoji zahraničních fondů na našem trhu brání také výrazně vyšší vstupní poplatky a velký objem požadované počáteční investice.

V souladu se směrnicemi EU by měla být v České republice zavedena odpovídající regulace zahraničních fondů. Zahraniční konkurence by však neměla výrazně ohrozit budoucnost českých fondů, obě skupiny si jistě najdou svůj specifický podíl na rostoucím trhu.⁵⁷ (*Brabec: Fondy v ČR..., 1999, str.6*)

⁵⁵ Investuje do společností zabývajících se ekologií, recyklací či využíváním a produkcí přírodních zdrojů.

⁵⁶ Historické výsledky fondů společnosti ABN AMRO ukazují, že správci většiny akciových fondů dokázali dlouhodobě překonávat index příslušného trhu, naopak dluhopisovým fondům se nedařilo dlouhodobě vítězit nad trhem.

2.6. Ztráta důvěry v kolektivní investování

Nežádoucí chování zejména privatizačních fondů, vedlo ke ztrátě důvěry investorů. Tento vývoj vyvrcholil v roce 1996 zmíněnou transformací na holdingy. Celková situace v naší zemi vyústila v krizi kolektivního investování. Zlom nastal až po přijetí další (doposud nejrozsáhlejší) novely zákona o investičních společnostech a investičních fondech v červnu 1998, která reagovala na problémy této oblasti. Poté došlo ke zlepšení atmosféry a rok 1999 již potvrdil postupné překonávání krize a nedůvěry. Jaké byly hlavní příčiny vzniku krize kolektivního investování?

Po ukončení kuponové privatizace výrazně poklesla důvěra v investiční a podílové fondy. Prvním důvodem byla nespokojenost investorů s výkonností fondu. Tato nespokojenost mohla být vyvolána dlouhodobým poklesem cen akcií na veřejných trzích (po počátečním krátkém období velmi rychlého spekulativního růstu těchto cen), některými dílčími chybami manažerů či nesplněnými nadměrnými očekáváními spojenými s kuponovou privatizací. Pokles cen akcií, respektive podílových listů, způsobil nárůst diskontů fondů. Lákavé investiční příležitosti využili zahraniční investoři: lidé byli ochotni prodávat své akcie (podíl. listy) fondů i za velmi nízké ceny neodpovídající hodnotě vlastního jmění připadajícího na akcii, neboť investiční kupony získali v podstatě zdarma. Zahraniční investoři jako jediní kupující na trhu udržovali záměrně nízké ceny akcií fondů, tedy se značnými diskonty⁵⁸. Po získání významných podílů v privatizačních fondech měla řada těchto investorů bezesporu zájem na uzákonění povinného otevírání fondů.

„Druhý důvod je podstatnější. V důsledku některých ‚děr‘ v zákonech, a zejména pak v důsledku nedostatečného dozoru nad kapitálovým trhem a všeobecně nedostatečné vynutitelnosti práva došlo k řadě nepřipustných deformací⁵⁹, které vážně a dlouhodobě podlomily důvěru v kolektivní investování“ (Brabec 1998, str.620-621).

V realitě transformačního procesu byla podceněna legislativní náročnost standardizace obchodního práva (včetně fungování soudů), a zejména regulace kapitálového trhu a vynutitelnosti pravidel. Použití privatizačních fondů v rámci

⁵⁷ K podobnému vývoji došlo v řadě jiných menších evropských zemí, např. Norsku, Finsku, Belgii, Portugalsku a dalších.

⁵⁸ V letech 1996 a 1997 se diskonty pohybovaly okolo 40% až dokonce 50%.

⁵⁹ Např.: zpronevěra majetku ve fondech, záměrně špatné hospodaření fondu, změny fondů na finanční holdingy bez respektování zájmů minoritních akcionářů apod.

kuponové privatizace bezpodmínečně vyžadovalo adekvátní formy regulace a dohledu nad správci cizího kapitálu investorů. Kapitálový trh a zejména fondy měly být podřízeny co nejdříve regulačním mechanismům kompatibilním s mezinárodními standardy. Jak bylo již uvedeno, většina klíčových fondů vznikala naopak na základě provizorních vyhlášek, ještě před existencí zákonů ošetřujících příslušnou oblast. Přecenění výsledků kuponové privatizace pak umožnilo odkládat další⁶⁰ naprosto nezbytnou transformaci legislativního rámce obchodního práva a regulace i výkonu těchto regulačních funkcí.

Zákon nezajistil dostatečnou ochranu akcionářů a podílníků, povinnost zveřejňování pravidel a informací platila pouze v omezeném rozsahu, omezené byly i závazky manažerů vůči klientům, chyběla jasně definovaná odpovědnost správce.

Největší vinu na ztrátě důvěry nesou nepoctiví správci fondů a absence dozoru a vynutitelnosti práva. V naší zemi se bohužel vyskytl velký počet případů, kdy se správcové fondů (v podstatě beztrestně) zpronevěřili svému závazku čestně a odborně spravovat svěřený majetek a vážně tak poškodili zájmy svých klientů.

2.7. Kultivace trhu

V několika posledních letech se objevují známky zlepšení situace. Byly přijaty novely zákonů a zákonných úprav. V roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry (KCP). Prostřednictvím samoregulace se na nápravě aktivně podílejí i některé investiční společnosti sdružené v Unii investičních společností ČR (UNIS ČR). Výsledkem těchto snah je postupné obnovování důvěry v kolektivní investování.

2.7.1. Právní úpravy

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech byl v průběhu sledovaného vývoje několikrát novelizován. Novely většinou reagovaly na problémy oblasti kolektivního investování. Činnosti fondů se však dotýkaly změny i ostatních právních úprav⁶¹ ošetřujících tuto oblast.

Novela ZISIF z poloviny roku 1996 obsahovala rozšíření pravomocí dohledu, zlepšení zveřejňování informací a posílení kontrolní funkce depozitáře. Byla zde

⁶⁰ Podle T. Ježka vláda tolerovala okrádání investorů, neboť mylně považovala (v zajetí falešného liberalismu) výslednou koncentraci kapitálu za vyšší cíl, než je ochrana čerstvě nabytého soukromého vlastnictví. (*Ježek 1998, str.604*)

⁶¹ Obchodní zákoník a zákon o cenných papírech byl novelizován v roce 1996.

obsažena i zákonná úprava procesu přeměny investičních fondů do podoby holdingu (v jejím rámci byla uzákoněna povinná nabídka vypořádání akcionářů).

Kritickému stavu našeho kapitálového trhu (a kolektivního investování) byla věnována pozornost v tzv. prvním balíčku vládních opatření z dubna 1997. Upozorňovalo se zde na nezbytnost zprůhlednění a standardizace kapitálového a finančního trhu.⁶² Na základě toho byla zpracována velmi podrobná analýza kapitálového trhu, přijat zákon o Komisi pro cenné papíry a připravena novela zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

Největšími a velmi diskutovanými změnami, které zavedla novela ZISIF přijatá v červnu 1998, bylo stanovení limitní hranice diskontu pro povinné otevření fondu (a postupné zpřísnování této hranice) a snížení majetkových limitů účasti ve společnostech.⁶³ Přípravu novely provázela vyjednávání zájmových skupin. Zástupci fondů poukazovali na nebezpečí plynoucí z krátkého přechodného období stanoveného pro přípravu fondu na otevření. Pro otevření fondu je nutné zlikvidnit převážnou část portfolia a pokud má být tato operace provedena výhodně a v zájmu klientů, nelze ji provést v krátkém časovém období. Na druhé straně ti, kteří inkasují zisk z operací spojených s otevřením fondu (např. obchodníci s cennými papíry či brokerské firmy), a majitelé akcií a podílových listů uzavřených fondů, lobovali při vyjednávání naopak pro snížení maximální hranice diskontu a co nejkratší lhůtu otevírání.

V současné době se připravuje novela zákona o cenných papírech, jejím důsledkem by měly být změny i v ZISIF (s platností od ledna 2001). Diskutuje se o zavedení regulace zahraničních subjektů, které podnikají v oblasti kolektivního investování na území České republiky. Podle navrhovaného znění by tyto zahraniční subjekty byly povinny získat povolení k činnosti od Komise pro cenné papíry a dodržovat náš právní řád. Komise by nad činností subjektů na území ČR vykonávala státní dozor v rozsahu českého zákona. Připravovaná novela by měla dále stanovit

⁶² První balíček požadoval mimo jiného vytvoření 'čínských zdí' uvnitř institucí investičního bankovníctví a formulaci zákazu vlastnit spravované fondy, to zn. že investiční společnosti a jejich manažeři a spřízněné osoby nesmějí mít majetkové podíly ve společnostech spravovaných fondů a rovněž akcie podniků, které jsou v portfoliu těchto fondů.

⁶³ Z této novely vyplývají následující skutečnosti: Pokud uzavřené fondy (i investiční) nebudou po 20 dni obchodovat na veřejném trhu nebo průměrný diskont poklesne pod zákonem stanovenou mez, jsou povinny zahájit kroky vedoucí k transformaci na otevřený podílový fond. Do konce roku 2002 se pak musí otevřít všechny fondy schválené před platností této novely (8.6.1998). Dále jsou všechny fondy povinny snížit do konce roku 2000 své majetkové účasti v podnicích na maximální hranici 11%.

pravidla podnikání českých investičních společností v členských státech Evropské unie a v jiných státech Evropského hospodářského prostoru.⁶⁴

Zákonná regulace kolektivního investování se postupně přibližuje standardní úpravě na vyspělých evropských trzích. Je však nutné zdůraznit, že na počátku zde existovaly výrazné nedostatky a rozdíly. Završením tohoto vývoje by se mělo stát přijetí připravovaného nového zákona o kolektivním investování. Věcný záměr zákona má být vládě předložen v polovině tohoto roku. Nový zákon by potom měl být vládě předložen do konce roku 2001 a měl by být plně kompatibilní se směrnicemi Evropské unie s účinností od 1.1. 2003⁶⁵. V další části práce je věnována kapitola 3.2. srovnání stávající české úpravy s evropskými zákony.

Příprava nových zákonů však zpravidla probíhá pod vlivem různých skupin účastníků trhu, které si hájí své postavení a výhody plynoucí ze současného stavu.

2.7.2. Otevírání fondů

Okolo procesu otevírání fondů vznikla široká diskuse. Otevření fondu umožní akcionářům a podílníkům získat majetek, který jim přísluší podle výše vlastního jmění fondu připadajícího na jednu akcii či podílový list.⁶⁶ Jedná se tedy o zajímavou investiční příležitost inkasovat diskont fondu.⁶⁷ Otevírání fondů však postihne především ty subjekty, které se nezměnily na holdingy a byly ve většině případů obhospodařovány s jistou profesionální odpovědností. Pokud jsou uzavřené fondy spravovány zodpovědným správcem, mají i přes řadu nesporných nevýhod větší operační prostor než fondy otevřené (mohou investovat dlouhodoběji a nemusí držet část majetku v likvidních nástrojích).

⁶⁴ Podílové fondy takové investiční společnosti by měly povinně odpovídat požadavkům evropské směrnice. Investiční společnost by si od Komise vyžádala potvrzení o splnění tohoto předpokladu a předložila jej orgánu dozoru hostitelského státu. Investiční společnost podnikající na území hostitelského státu by měla být povinna dodržovat právní předpisy tohoto státu.

⁶⁵ Od počátku roku 2002 by měla platit připravovaná novela zákona o Komisi pro cenné papíry, od ledna roku 2003 by měl nabýt účinnosti nový zákon o cenných papírech a podnikání na kapitálovém trhu, plně kompatibilní se směrnicemi EU.

⁶⁶ Podle novely se budou muset otevřít uzavřené podílové a investiční fondy, u nichž průměr posledních 18 diskontů přesáhl během prvních dvanácti měsíců od nabytí účinnosti zákona 40%. V období mezi třináctým a jedenadvacátým měsícem musí tento průměr dosáhnout maximálně 30% a průměr posledních 12 diskontů kdykoliv po uplynutí jedenadvaceti měsíců od nabytí účinnosti zákona nesmí přesáhnout 20%, jinak se bude muset fond otevřít.

⁶⁷ Někteří obchodníci s cennými papíry využívají tuto investiční příležitost k poškozování akcionářů – vykupují akcie investičních fondů před blížícím se otevřením (i podílové listy uzavřených fondů, které byly právě otevřeny) za příliš nízké ceny.

V průběhu procesu otevírání může nastat řada problémů. Fond by mohl být zrušen v důsledku nadměrného zájmu o odkup⁶⁸, je proto možné zavést přechodně poplatek za zpětný odkup, který se bude postupně snižovat. Problém nastává také v případě, že o povinném otevření investičního fondu nerozhodne valná hromada.⁶⁹ Další nejasnosti se objevují při převedení závazků likvidovaného investičního fondu. Odborníci rovněž upozorňují na nebezpečí tunelování, které může být založeno na otevření fondu v nevhodnou dobu. Představenstvo je totiž zbaveno odpovědnosti za realizaci kroků nařízených valnou hromadou, pokud upozorní na nevhodnost tohoto kroku.

Některé velké investiční společnosti již dobrovolně otevřely své fondy, další se na otevření připravují (koncem roku 1999 mělo 20 největších kuponových fondů více než 70% portfolia zainvestováno v nejlikvidnějším majetku (*Mátl 1999, str.15*)). Ale některé fondy byly k zahájení procesu otevření donuceny zákonem. Ke konci roku 1999 zahájila Komise pro cenné papíry správní řízení s dvanácti investičními fondy, které překročily povolenou hranici diskontu.

Jako první transformovala uzavřený podílový fond na otevřený IS EXPANDIA, jednalo se o otevření růstového UPF EXPANDIA Growth Fund v prosinci 1996. IKS KB přeměnila v srpnu 1997 UPF UNIVERSUM na IKS balancovaný a UPF GARANT byl transformován na OPF TERM v září 1998. U investičních fondů je otevírání podstatně složitější než u fondů uzavřených podílových, protože u IF dochází k zásadní změně struktury instituce. Navzdory pesimistickým předpovědím existují příklady úspěšného otevření fondů (včetně investičních). V roce 1999 transformovala SIS SPIF český (vznikl Český OPF) a SPIF výnosový (vznikl Výnosový OPF). V případě fondu SPIF český se jednalo o první úspěšné otevření investičního fondu. Původně se očekávalo, že po hromadném odchodu akcionářů dojde k likvidaci fondu, po půl roce od otevření však v novém fondu stále zůstávalo více než 80% podílníků. Tento precedens způsobil zvýšený zájem investorů o nákup podílových listů (respektive akcií) dosud uzavřených fondů, což snížilo diskonty těchto fondů.

Do konce roku 2000 by měly být všechny uzavřené fondy (založené před novelou ZISIF z roku 1998) přeměněny na OPF, pokud se tak nestane musí být tyto

⁶⁸ Již citovaný § 35 d odst. 6 ZISIF.

fondy transformovány do konce roku 2002 (viz § 35 1 odst. 1 ZISIF). Většina investičních společností proto plánuje přeměnu obhospodařovaných uzavřených fondů v průběhu tohoto roku. SIS připravuje otevření dalších dvou uzavřených fondů (2.SPIF a SPIF Všeobecný). OB Invest očekává přeměnu dvou investičních fondů (Kvanto IPF a Zlatý IF Kvanto) na OPF ve druhé polovině roku 2000. 1.IN transformovala v únoru 2000 dva UPF (Fond pravidelných příjmů a Fond prosperity 1.IN) na OPF a plánuje otevření Restitučního investičního fondu v polovině tohoto roku (nově vzniklý OPF by měl být růstový smíšený). IKS KB v březnu 2000 provedla otevření UPF IKS KB Plus a připravuje přeměnu Investičního privatizačního fondu Komerční banky na OPF. Investiční společnost PPF plánuje otevření dvou privatizačních smíšených UPF (Moravskoslezský a Český).

Proces otevírání fondů bezesporu přispěje ke kultivaci trhu a jeho pročištění a pomůže tím upevnit nezbytnou důvěru investorů. Pravděpodobně přežijí jen ty největší fondy seriózních správců. Některé fondy se v rámci otevření likvidují⁷⁰, jiné jsou slučovány s jinými otevřenými fondy a ty nejlepší se profilují podle nové strategie otevřeného podílového fondu. V některých případech je zřejmě lepší nechat starý fond zaniknout a založit nový, který není 'zkompromitovaný'.

2.7.3. Komise pro cenné papíry

Komise pro cenné papíry hraje velmi důležitou úlohu v dalším rozvoji sektoru fondů. KCP má pravomoc regulovat operace na kapitálovém trhu a to i těch osob, které k tomu nemají náležité oprávnění. Jejím dozoru podléhají investiční společnosti a fondy, členové jejich představenstev a dozorčích rad, jejich zaměstnanci, depozitáři, likvidátoři, nucení správci, ale rovněž akciové společnosti vzniklé z investičních fondů (za dobu činnosti investičního fondu), investiční společnosti a fondy v likvidaci do zániku společnosti a další. KCP může ukládat sankce i osobám, jejichž činnost nepodléhá státnímu dozoru.

Komise pro cenné papíry dohlíží na dodržování právních předpisů v oblasti kolektivního investování a statutů fondů a zajišťuje ochranu zájmů podílníků a akcionářů fondů. Je oprávněna požadovat od jednotlivých subjektů informace. KCP vydává povolení k činnosti a schvaluje statuty fondů včetně jejich změn. Může uložit opatření k nápravě, sankce a pokuty, nařídit změnu obhospodařující investiční

⁶⁹ Zde existuje podle J.Dědiče několik přípustných řešení: zavedení nucené správy a provedení otevření fondu či odebrání licence s následnou likvidací (*Klein, Pospíšil: Na východ..., 1998, str.14-15*).

společnosti či depozitáře, uvalit nucenou správu, rozhodnout o snížení základního jmění investičního fondu za účelem uhrazení ztráty, odejmout povolení ke vzniku společnosti atd.

KCP publikuje svá právní stanoviska a normy⁷¹ a vede seznam investičních společností, investičních a podílových fondů a nucených správců a likvidátorů. Mezi pravomoci KCP patří možnost okamžitě zmrazit peněžní účty i účty cenných papírů osob, u nichž je důvod se obávat, že by jejich jednání ohrozilo majetek investorů. Má také možnost uložit pokutu až do výše 100 mil. Kč, jestliže osoby podléhající jejímu doзору (IS, IF či depozitář) poruší své povinnosti.

KCP je dále oprávněna posuzovat profesionální způsobilost, vynutit změny managementu fondů, zmocnit fondy k dočasnému pozastavení odkupů z důvodu nedostatku likvidity a podobně. Zejména může vytvářet doktrínu pro chování v určitých případech. V souladu se zákonem o KCP má Komise pro cenné papíry vypracovávat návrhy prováděcích předpisů a předkládat je ministerstvu financí.

Koncem roku 1999 dokončila KCP proces přelicencování⁷². Výsledkem je pokles investičních společností na trhu kolektivního investování (v dubnu 1998 bylo KCP registrováno 112 IS, ke konci roku 1999 již jen 31 IS⁷³). U investičních a podílových fondů sice nedošlo k jednorázovému prověřování licencí, ale zpřísnil se dohled nad nimi. Také jejich počet značně klesl: u investičních fondů ze 105 na 55, u uzavřených podílových z 86 na 19 a u otevřených podílových fondů ze 145 na 74 (*KCP 1999, str.2*). KCP rovněž dohlíží nad průběhem procesu otevírání fondů. Kontroluje potřebné dokumenty při dobrovolném otevírání, upozorňuje na případné překročení maximální hranice diskontu a zahajuje proces povinného otevření nebo zavádí nucenou správu.

2.7.4. Unie investičních společností ČR

Samy investiční společnosti se snaží přispět k obnovení a udržení důvěry v kolektivní investování. Péče o důvěru investorů je jejich společným zájmem (z hlediska etického i ekonomického), který stojí nad konkurenčními zájmy jednotlivých investičních společností.

⁷⁰ Ke konci roku 1999 bylo v likvidaci 55 investičních fondů.

⁷¹ např. Kritéria pro posuzování osob z hlediska jejich vhodnosti pro důvěryhodnou a transparentní činnost investiční společnosti nebo investičního fondu a z hlediska jejich potřebných zkušeností a kvalifikace.

⁷² Revidování licencí udělených v minulosti obchodníkům s cennými papíry, investičním společnostem a organizátorům trhu, investiční fondy byly z tohoto procesu vyňaty, protože se všichni povinně otevřou.

V České republice vzniklo již v průběhu kuponové privatizace několik profesních sdružení, která se v červnu 1996 následně sloučila do Unie investičních společností ČR. Hned po svém vzniku se UNIS ČR stala (jako první z postkomunistických republik) členskou organizací Evropské federace investičních fondů a společností (FEFSI). FEFSI sdružuje národní asociace investičních společností 15 zemí EU a 5 dalších evropských zemí (Švýcarska, Norska, ČR, od roku 1997 Maďarska a od roku 1998 i Polska).

UNIS ČR se aktivně účastní jednání o úpravách zákonů a daňových předpisů ovlivňujících kolektivní investování. Snaží se řešit společné odborné problémy svých členů a ovlivňovat jejich chování tak, aby přispívalo k růstu důvěry v odvětví fondů. Svou informační činností UNIS ČR zlepšuje informovanost investorů o formách, výhodách a rizicích kolektivního investování.

Členové⁷⁴ UNIS ČR povinně dodržují náročná pravidla samoregulace. Tato pravidla se sestávají ze Závazných pokynů (jednotlivé kapitoly upravují odbornou péči, reklamu a prodejní postupy, obchodování na vlastní účet zainteresovaných osob, informační povinnost), Etického kodexu (definuje celkovou filosofii etického chování na trhu) a Komunikačního kodexu (pro prezentaci a srovnávání výkonnosti otevřených podílových fondů)⁷⁵.

Přijetí pravidel samoregulace vytváří nezbytné předpoklady pro společné aktivity při propagování různých nástrojů kolektivního investování a při výchově investorů. UNIS ČR je prestižní organizací - počet členů se za dobu její existence podstatně snížil, mezi členy UNIS ČR však patří všechny významné investiční společnosti na našem trhu.

Unie investičních společností ČR usiluje o další zvyšování standardů v oblasti kolektivního investování, aby investoři dostávali stále lepší služby (rychlý a dostupný informační servis, co nejvíce pravdivých a srozumitelných informací, co nejsnadnější a nejrychlejší operace při nákupu a zpětném odkupu podílových listů, zvýšení ochrany investorů, co nejširší ochrana investorů a co nejvyšší transparentnost

⁷³ Ostatní IS jsou v likvidaci nebo mají dočasné povolení k činnosti za účelem vyplacení podílníků.

⁷⁴ viz příloha 2

⁷⁵ Tato část samoregulace obsahuje část povinnou pro členy UNIS ČR (správce fondů), v další části jsou vyzývána média, poradenské firmy a další odborná veřejnost k dodržování určitých pravidel, která by měla napomoci tomu, aby byly prezentovány pravdivé a porovnatelné údaje.

při obhospodařování majetku svěřeného fondům). Dále se zaměřuje na výchovu investorů, vysvětluje důvody a možnosti investování prostřednictvím fondů.

V současné době se UNIS ČR podílí na přípravě nového zákona⁷⁶ o kolektivním investování a snaží se využít svého členství ve FEFSI tak, aby nový zákon byl plně kompatibilní s tím, co bude platit v Evropské unii v době našeho vstupu do ní. Také prosazuje zavedení regulace pro zahraniční podílové fondy, které působí v České republice. UNIS ČR podporuje růst zahraniční konkurence, ale zároveň požaduje zavedení regulace těchto fondů ve smyslu směrnic EU. Nedostatek právní úpravy poškozuje fondy zřízené podle českého práva a vytváří právní nejistotu pro zahraniční fondy. UNIS ČR rovněž usiluje o změnu zdanění fondů a výnosů jejich klientů, která by odstranila dvojí zdanění, daňové znevýhodnění českých fondů vůči zahraničním a učinila by kolektivní investování atraktivnější pro institucionální investory. Cílem UNIS ČR je vytvoření rovnoprávného postavení tuzemských a zahraničních subjektů, neboť tuzemské fondy jsou v současné době znevýhodněny v oblasti daňové i administrativně regulační.

⁷⁶ Podle odborníků by některé pasáže zákona mohly být vypracovány podle pravidel samoregulace UNIS ČR.

3. POROVNÁNÍ SUBJEKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ V ČR A V EVROPĚ

Struktura finančního sektoru v České republice a jeho funkce se stále více přibližuje fungování tohoto sektoru v zemích Evropské unie. Hlavním cílem politiky ČR je integrace do EU. Je proto nutné vytvoření kompatibility českých ekonomických subjektů s vnitřním trhem EU ještě před přijetím naší země do EU. „V sektoru fondů došlo k plné kompatibilitě již s předstihem. Znamená to, že ještě před přijetím ČR do EU existuje v segmentu fondů nabídka produktů s různým domicilem⁷⁷, nabídka, která je však stejnorodá, pokud jde o informační otevřenost, profesionalitu správy portfolií, účetní standardy, transferové standardy, etiku veřejné informovanosti. Lze si položit otázku, zda v jiném ekonomickém segmentu takováto vysoká míra kompatibility existuje.“ (Fichtner 2000, str.3)

České fondy byly do této kompatibility dotlačeny potřebou přežít. Krize kolektivního investování, která vypukla v naší republice přibližně před čtyřmi roky, měla vedle všech negativních dopadů i příznivý důsledek. Odvětví kolektivního investování se začalo vypořádávat s problémy a došlo k vyčištění trhu fondů.

V procesu transformace české ekonomiky se velmi zvýšil počet finančních produktů. Tato skutečnost způsobila vznik obrovského informačního deficitu, jehož výsledkem byla i deformace poptávky po produktech fondů.

Zprostředkování potřebných informací a novely zákonných úprav přispěly k postupnému obnovení důvěry a později i k jejímu růstu. Právě situace ohrožení podnítila zavedení takových samoregulačních standardů, které jsou téměř shodné s obvyklými evropskými standardy. Odvětví kolektivního investování však stále ještě není na konci cesty integrace na evropský trh. Především je nezbytné plně harmonizovat právní úpravu (přijetí nového zákona o kolektivním investování a odstranění daňového a regulačního znevýhodnění českých subjektů kolektivního investování oproti subjektům zahraničním).

V této části práce jsou z různých hledisek porovnávány české a evropské subjekty kolektivního investování. K některým srovnáním je použito statistických údajů FEFSI, pod pojmem evropské země jsou proto chápány členské země FEFSI. FEFSI zahrnuje do své statistiky subjekty typu UCITS spravované členy asociací

⁷⁷ To zn. sídlo společnosti.

jednotlivých evropských zemí (pro Českou republiku se tedy jedná o OPF spravované členy UNIS ČR).

3.1. Klasifikace subjektů

V České republice jsou subjekty kolektivního investování vymezeny zákonem o investičních společnostech a investičních fondech. Investiční společnosti a investiční fondy jsou obchodní společnosti ve formě akciové společnosti, jejichž předmětem podnikání je kolektivní investování vykonávané na základě povolení Komise pro cenné papíry. Kolektivním investováním se rozumí shromažďování peněžních prostředků a jejich ukládání, dále také obhospodařování majetku ve fondu investiční společnosti. Bylo již uvedeno (viz kapitola 2.1.), že rozlišujeme fondy investiční a podílové, a ty dále na otevřené podílové a uzavřené podílové fondy.

3.1.1. Klasifikace fondů spravovaných členy UNIS ČR

Unie investičních společností ČR zavedla pro své členy závaznou metodiku klasifikace fondů⁷⁸, vypracovanou na základě rámcové metodologie, kterou vydala Evropská federace investičních fondů a společností pro své členy. Standardní klasifikace FEFSI byla zpracována tak, aby umožňovala v maximální míře zahrnout standardy jednotlivých členských zemí, slouží jako východisko pro vytvoření národních klasifikačních standardů, které mohou obsahovat přísnější kritéria.

Členění fondů je provedeno podle dvou hlavních kritérií:

1. Podle rizika trhu (typu rizika příslušných aktiv) jsou fondy děleny na akciové, obligační, peněžního trhu, smíšené a fondy fondů. 2. Z hlediska geografického rizika (typu měnového rizika) je rozlišováno investiční zaměření na tyto oblasti: Česká republika, země zóny Euro, Evropa (včetně zóny Euro) a globální (alespoň částečně zahrnutý trh mimo Evropu). Do jednotlivých kategorií jsou fondy zařazeny dle svého statutu.

Akciový fond trvale investuje na akciovém trhu minimálně 66% aktiv. Mezi akciové fondy jsou zahrnuty i indexové fondy a garantované fondy vázané na akciové indexy.

Fond s fixním výnosem (obligační fond) trvale investuje na trhu dluhopisů. Doplnkové investování do akcií je možné, ale podíl akcií nesmí překročit 10% aktiv

⁷⁸ Tato metodika vstupuje v platnost od poloviny roku 2000, v současné době probíhá přechodné období, ve kterém se mohou fondy obhospodařované členy UNIS ČR přizpůsobit novým požadavkům.

fondů. Mezi obligační fondy patří i indexové fondy a garantované fondy vázané na obligační indexy.

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

Smíšený fond investuje do různých aktiv na různých trzích, nejsou stanoveny žádné limity pro podíl akcií či dluhopisů.

Fond fondů trvale investuje minimálně 66% aktiv do podílových listů a akcií fondů.

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

Pro obligační fond je geografická příslušnost dána dle měny aktiv. Investice do měn zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10% aktiv fondu. Při zařazení fondu je také zohledněno zajištění proti pohybu kursu jednotlivých měn.

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

Pro smíšený fond je geografická příslušnost určena dle sídla emitenta akcií a vzhledem k celkovému měnovému riziku. Investice do měn a akciových trhů zemí mimo danou kategorii nesmí překročit 10% aktiv fondu.

Pro fond fondů je geografická příslušnost definována podle sídla emitenta akcií a podílových listů. Investice mimo danou kategorii nesmí překročit 10% aktiv fondu. (*UNIS ČR: Dokumenty..., 2000, str.37*)

Fondy investičních společností, které jsou členy UNIS ČR, jsou tedy klasifikovány v souladu s evropským standardem. Další podkapitola je zaměřena na vymezení subjektů kolektivního investování ve směrnicích Evropské unie (případně v zákonech jednotlivých zemí)⁷⁹.

⁷⁹ Pro porovnání je většinou užíváno znění lucemburského zákona (Zákon z 30. března 1988 o organizacích kolektivního investování), který je vzhledem k jednoduchosti, kompaktnosti a flexibilitě velmi vhodným vzorem pro přípravu nového českého zákona o kolektivním investování.

3.1.2. Subjekty kolektivního investování v Evropě: UCITS a UCI

Směrnice Evropské unie č. 85/611/EEC upravuje subjekty kolektivního investování otevřeného typu do převoditelných cenných papírů (tj. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, „UCITS“). Vedle UCITS existují na evropském trhu další subjekty kolektivního investování (tj. Undertakings for collective investment „UCI“), které jsou upraveny v národních legislativách členských států EU, neboť Evropská unie je zatím ve svých směrnicích závazně neupravila.⁸⁰

UCITS jsou definovány jako subjekty s právní subjektivitou či bez právní subjektivity, jejichž výlučným předmětem podnikání je kolektivní investování kapitálu získaného od veřejnosti do převoditelných⁸¹ cenných papírů a které podnikají na principu rozložení rizika a jejichž podíly jsou na žádost majitelů podílů odkupovány zpět nebo vypláceny buď přímo nebo nepřímo z majetku těchto subjektů. Zpětným odkupům a výplatám odpovídají veškeré úkony, jimiž UCITS zajišťuje, aby se budoucí hodnota podílů UCITS na burze výrazně neodchylovala od hodnoty čistého obchodního jmění, které připadá na příslušný podíl.

Současné české otevřené podílové fondy v podstatě splňují definici UCITS. Ale české OPF peněžního trhu nevyhovují vymezení UCITS v ohledu investování do převoditelných cenných papírů.⁸² V současné době se připravuje novela směrnice, podle které by nástroje peněžního trhu měly být považovány (pro účely směrnice) za převoditelné cenné papíry (za stanovených podmínek). Potom by tedy i OPF peněžního trhu byly řazeny do subjektů UCITS.

UCI odpovídají dle lucemburského práva následujícím kritériím:

1. Kolektivní investování úspor, to znamená kolektivní investování prostředků získaných individuálně od veřejnosti. Investice může být provedena do převoditelných cenných papírů či jiných aktiv. Cílem je dosažení výnosu nebo zisku.

⁸⁰ Státy EU plánují vydání společné směrnice pro regulaci dalších oblastí kolektivního investování, zatím je tato úprava ponechána na národním zákonodárství jednotlivých členských států.

⁸¹ Dle směrnice č. 89/592 se za převoditelný cenný papír považují:

- (a) akcie a dluhopisy, jakož i cenné papíry rovnocenné akciím a dluhopisům,
- (b) smlouvy nebo práva na upsání, koupi nebo prodej cenných papírů uvedených v bodě (a),
- (c) smlouvy o termínových obchodech, opce nebo finanční nástroje s pevně stanovenou dobou splatnosti, které se vztahují k cenným papírům uvedeným v bodě (a),
- (d) indexové kontrakty týkající se cenných papírů uvedených v bodě (a).

⁸² OPF peněžního trhu můžeme považovat za subjekty UCI, takto jsou zařazeny např. podle lucemburského zákona.

2. Úspory použité pro kolektivní investování musí být získané od veřejnosti, veřejnost je míněna tím, že získání prostředků pro kolektivní investování není určeno pouze malému okruhu osob.

3. Investování, které tvoří předmět kolektivního investování musí být zabezpečeno na principu rozložení rizika (účelem není výlučná koncentrace investic, které jsou předmětem kolektivního investování).

V českém zákoně není stanoveno, že kolektivní investování znamená investování prostředků získaných individuálně od veřejnosti (bod 1.), ani vymezen výše uvedený pojem veřejnost (bod 2.).

Subjekty UCI mohou být (podle lucemburského zákona) následující typy subjektů:

1. UCITS uzavřeného typu (tj. subjekt, který neprovádí zpětný odkup na základě žádosti majitelů podílů) - do tohoto typu by mohly být zahrnuty současné české uzavřené podílové fondy (jakožto UCITS uzavřeného typu bez právní subjektivity) a investiční fondy (jakožto UCITS uzavřeného typu s právní subjektivitou);
2. subjekty, jejichž majetek je investován prostřednictvím dceřiných společností převážně do jiných majetkových hodnot než do převoditelných cenných papírů;
3. UCITS, které získávají kapitál bez mediální nabídky prodeje svých podílů veřejnosti v rámci Evropské unie nebo její části;
4. UCITS, jejichž podíly dle zakladatelských dokumentů mohou být nabízeny veřejnosti pouze v zemích, které nejsou členy Evropské unie;
5. UCITS, které jsou přijaty k obchodování na burze v Lucembursku, ale které se obchodují výlučně mimo Evropskou unii;
6. kategorie UCITS určené orgánem dozoru, pro které nejsou vhodná pravidla ve smyslu investiční a úvěrové politiky UCITS.⁸³

Subjekty uzavřeného typu jsou většinou zakládány pro specifické investiční účely či regiony (např. garantované fondy, investice do nemovitostí, investice do podílů na neveřejných obchodních společnostech, venture fondy). Zvláštním typem jsou hedge fondy, jejichž prostřednictvím investuje velmi úzká skupina investorů vklady

⁸³ Subjekty investující do rizikového kapitálu (tzv. venture fondy); subjekty, které převážně investují do jiných cenných papírů než převoditelných cenných papírů; subjekty, jejichž investiční politika je založena na trvalém úvěrování pro investiční účely; subjekty, které převážně investují do majetku jiných otevřených UCI; subjekty, které převážně investují do nástrojů peněžního trhu a likvidních aktiv, které nejsou převoditelnými cennými papíry; subjekty, které převážně investují do likvidních aktiv; multisektorální podílové fondy, jejichž jeden subfond není UCITS v důsledku jeho investiční nebo úvěrové politiky.

v řádech milionů USD, tyto fondy jsou zpravidla registrované tak, aby co nejméně podléhaly regulaci a zdanění. Dlouhodobé výnosy hedge fondů se příliš neliší od výnosů běžných regulovaných fondů, riziko takové investice je však mnohonásobně vyšší.

3.1.3. Členění evropských subjektů

Subjekty podnikající v oblasti kolektivního investování jsou podle evropské úpravy členěny do tří hlavních skupin.

1. Subjekty otevřeného typu investující do převoditelných cenných papírů (UCITS) - do této kategorie spadají správcovské společnosti (odpovídající investičním společnostem dle českého práva); otevřené fondy s právní subjektivitou (s proměnlivým základním jměním označujeme SICAV, bez proměnlivého základního jmění označujeme investment company); otevřené fondy bez právní subjektivity (běžné fondy (*common funds*) vytvořené na základě smluvního práva; spojené fondy (*unit trust*) vytvořené na základě trustového práva).

Do této skupiny by mohly být zařazeny současné české otevřené podílové fondy a investiční společnosti.

2. Subjekty uzavřeného typu a jiné subjekty investující nejen do převoditelných cenných papírů (UCI)⁸⁴ - podle lucemburské úpravy sem mohou spadat subjekty typu jak SICAV, tak investment company, i otevřené fondy bez právní subjektivity spravované správcovskou společností, ale i jakékoli jiné formy kolektivního investování, které své prostředky investují do aktiv na principu rozložení rizika a zajišťují pro své investory zisk z výsledku řízení jejich majetku a dále jejichž akcie nebo podíly jsou nabízeny veřejnosti prostřednictvím veřejné nebo soukromé nabídky.

Do této kategorie by mohly být zařazeny současné české uzavřené podílové fondy a investiční fondy.

3. Subjekty zahraniční - Podle směrnice platí, že UCITS z Evropské unie jsou v zásadě uznávány v ostatních členských státech. Platí pro ně pouze oznamovací povinnost a povinnost předložení zakladatelských listin. Obchodování s jejich podíly v daném státě jim však může být zakázáno, pokud nedodržují základní požadavky stanovené směrnicí – respektování právního řádu daného státu, dostatečné vybavení

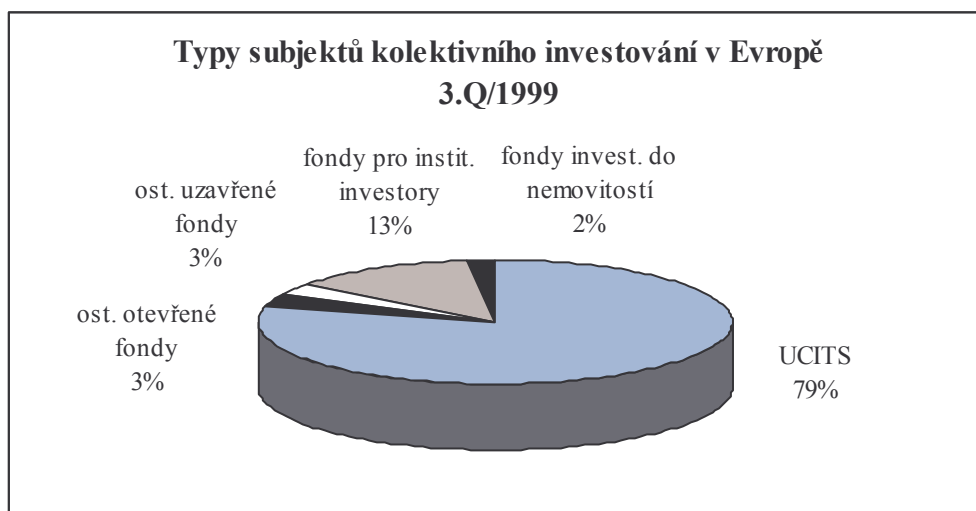
pro to, aby mohly uspokojit žádosti o vyplacení podílu, a zabezpečení informování podílníků.

Podle právních úprav států EU se v případě ostatních UCI (i z jiných než členských států) předpokládá splnění stejných požadavků, jež stanoví právní úprava daného státu. Státy si stanoví jako podmínku např. to, že je zabezpečeno, že zahraniční UCI podléhají ve svém domovském státu dostatečné kontrole nebo že způsob provádění jejich činnosti je v souladu s tím, jak se provádí dle práva daného státu.

3.1.4. Srovnání ČR a Evropa

Ve třetím čtvrtletí 1999 byly subjekty typu UCITS⁸⁵ zastoupeny 79% podílem na celkovém objemu všech evropských subjektů kolektivního investování, ostatní otevřené fondy a uzavřené fondy měly 3% podíly, fondy pro institucionální investory tvořily 13% a fondy zaměřené na investice do nemovitostí 2% celkového objemu (viz graf 3.1.).

Graf 3.1.

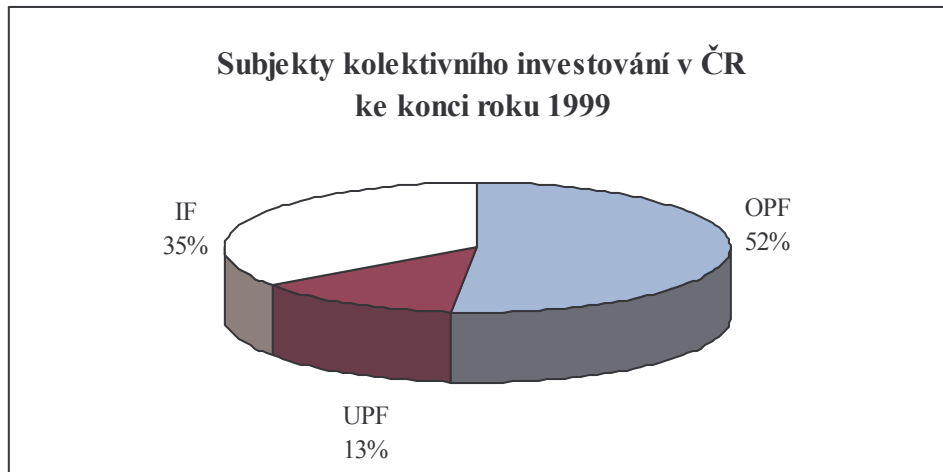


Pramen: FEFSI.

Subjekty typu UCITS představují otevřené podílové fondy, které převažovaly koncem roku 1999 i v ČR (viz graf 3.2.). OPF tvořily 52% všech českých subjektů kolektivního investování. Z porovnání s evropským průměrem lze vyvodit závěr, že v dalším vývoji dojde v naší republice ke zvýšení počtu standardních OPF a snížení počtu ostatních fondů.

⁸⁴ Liší se především buď tím, že není připuštěna možnost podílníka kdykoli, popř. za podmínek určených v prospektu, požádat o vyplacení svého podílu, nebo tím, že investují i do jiného majetku, než převoditelných cenných papírů, avšak možné jsou i další odlišnosti.

Graf 3.2.



Pramen: KCP: Tisková zpráva 1999⁸⁶.

V českém zákoně chybí úprava investičních fondů s proměnlivým základním kapitálem.⁸⁷ Směrnice upravující UCITS se vztahuje jen na subjekty kolektivního investování otevřeného typu investující do převoditelných cenných papírů. ZISIF upravuje subjekty otevřené i uzavřené, jejichž majetek může být ukládán do veřejně obchodovatelných cenných papírů, do instrumentů peněžního trhu a též na účty u bank, investiční fondy mohou navíc investovat do nemovitostí a movitých věcí. Podle evropské směrnice musí být převoditelné cenné papíry přijaty k obchodování na burze či jiném regulovaném trhu, zatímco veřejně obchodovatelné cenné papíry v ČR mají přidělen ISIN, ale nemusí být obchodovány na veřejném regulovaném trhu.

Pro dosažení slučitelnosti se směrnicí UCITS by v novém českém zákoně mělo být pro dosavadní investiční společnost zavedeno označení správcovská společnost, dosavadní investiční fond by měl být označen jako investiční společnost a fondy by měly být rozlišeny na otevřené fondy kolektivního investování do převoditelných cenných papírů a ostatní fondy kolektivního investování. Potom by mohla být zachována stávající právní forma českých subjektů kolektivního investování.

3.1.5. Příklady evropských zemí

V jednotlivých zemích Evropy jsou většinou nástroji kolektivního investování otevřené podílové fondy typu UCITS, v některých zemích lze kolektivně investovat i

⁸⁵ Zde jsou do skupiny UCITS zahrnuty i fondy peněžního trhu.

⁸⁶ Skupina investičních fondů nezahrnuje fondy v likvidaci.

⁸⁷ IF jsou v ČR koncipovány pouze jako subjekty uzavřeného typu, tedy společnosti s pevným základním kapitálem.

prostřednictvím dalších subjektů typu UCI. Tyto nástroje jsou často rozděleny podle rozličných hledisek (otevřený či uzavřený charakter fondu, druh investovaných aktiv, růstové nebo výnosové fondy, daňové podmínky, rozsah regulace a pod.).

Ve Velké Británii jsou fondy děleny na autorizované a neautorizované. Na trhu dominují autorizované fondy, které splňují určité podmínky, tyto fondy mohou být otevřené podílové (nejsou právnickou osobou) a uzavřené investiční společnosti (jsou právnickým subjektem). Britské otevřené podílové fondy jsou dále děleny na dluhopisové a ostatní fondy. V Německu existují podílové fondy bez právní subjektivity (registrované otevřené investiční společnosti) a v Itálii otevřené a uzavřené podílové fondy (nezávislá sdružení bez zvláštní právní subjektivity).

V Nizozemí jsou nástrojem kolektivního investování investiční fondy (s právní subjektivitou či bez), které mohou být otevřené nebo uzavřené. Nizozemské investiční instituce spadají pod fiskální či regulovaný režim⁸⁸. Ve Finsku a v Maďarsku jsou používány rovněž investiční fondy. Dánské fondy jsou buď Account Based Funds (ABF) nebo Certificate Based Funds (CBF), CBF mohou být růstové či výnosové. V Irsku existují také dva základní typy fondů, první typ je ustaven v rámci International Financial Services Centre (IFSC) a není určen pro Iry, druhý typ fondu je pro irské rezidenty.

V Rakousku existují otevřené podílové fondy spravované investiční společnostmi, rakouské fondy mohou být pouze výnosové, protože podle zákona musí být veškerý dividendový a úrokový příjem fondu vyplácen jeho podílníkům. V Lucembursku jsou hlavním nástrojem kolektivního investování již zmíněné SICAV, zvláštním rysem lucemburského sektoru fondů jsou tzv. ‘umbrella funds’⁸⁹. V Belgii lze investovat prostřednictvím investičních fondů (podobných českým IS s podílovými fondy) a prostřednictvím investičních společností (SICAV). Ve Francii existují otevřené společné investiční fondy (s právní subjektivitou i bez právní subjektivity), jsou rozlišovány na fondy růstové a výnosové.

V Portugalsku, Španělsku, Švédsku a Švýcarsku jsou nástrojem kolektivního investování otevřené podílové fondy. Ve Španělsku mohou být organizovány jako

⁸⁸ Cílem fiskálního režimu je zabezpečení daňové neutrality, cílem regulovaného režimu je ochrana individuálních investorů.

⁸⁹ Jedná se o jeden fond s několika pod-fondy, vystupující jako jeden subjekt, pod-fondy se liší investiční politikou či strukturou investorů. Toto uspořádání poskytuje úspory z rozsahu pro správu fondu a daňové výhody pro investory.

společnosti s ručením omezeným s pohyblivým základním jměním nebo jako trusty několika investorů. Švédské fondy jsou výnosového či růstového charakteru a mohou investovat jen do akcií kotovaných společností a do obligací. V Řecku jsou nástrojem kolektivního investování investiční fondy a podílové fondy (bez právní subjektivity) a investiční společnosti.

3.2. Harmonizace zákonné úpravy

Právní úprava odvětví kolektivního investování v České republice je (po přijetí novely ZISIF v roce 1998) již rozsáhle harmonizovaná s požadavky evropského práva. Přesto zde existuje několik aspektů, které zůstávají předmětem dalšího přizpůsobování (v rámci tvorby nového zákona o kolektivním investování).

Oblast kolektivního investování ošetřují dvě evropské direktivy:

1. Již zmíněná směrnice Evropské unie č. 85/611/EEC upravující subjekty kolektivního investování otevřeného typu do převoditelných cenných papírů (UCITS). 2. Směrnice Evropské Unie č. 93/22/EEC vztahující se na investiční služby v oblasti cenných papírů (tj. Investment Service Directive „ISD“). Dále jednotlivé země Evropské unie mají nad rámec směrnic EU upraven sektor fondů v národních zákonech.

Po přistoupení ČR k EU se české otevřené podílové fondy⁹⁰ stanou předmětem UCITS direktivy. Naše současná zákonná úprava splňuje základní požadavky této směrnice: otevřený fond je spravován investiční společností, je stanoven dozor nad danou oblastí (KCP) a depozitář (banka), jednotlivé podíly jsou ohodnocovány na základě čisté hodnoty aktiv (vlastního jmění) fondu, účetnictví musí být prověřováno auditorem atd. Zůstávají zde však rozdíly, které je třeba upravit.

Principy rozložení rizika v ZISIF jsou podobné jako v evropské směrnici, ale méně přísné. Podle českého zákona, nesmí hodnota cenných papírů (jednoho druhu) vydaných stejným emitentem tvořit více než 10% majetku fondu (zatímco ostatní sledované země mají stanoven zhruba 5% limit). Dle evropské směrnice nesmí celková hodnota cenných papírů emitentů, do jejichž cenných papírů fond investoval více než 5% čistých aktiv daného fondu, překročit 40% čisté hodnoty aktiv tohoto fondu, pro investice do nekotovaných cenných papírů je stanoven limit ve výši 10%

⁹⁰ Uzavřených fondů bude zřejmě v tomto období již velmi málo.

hodnoty čistých aktiv fondu. Limity zajišťující omezení a rozložení rizika by měly být v nové české úpravě uvedeny do souladu se směrnicí EU.

Novela ZISIF, snižující limit z 20% na 11% z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem pro maximální vlastnictví této společnosti v portfoliu fondu, byla v souladu s evropskými směrnicemi. Ty nestanovují pevný limit, ale zakazují rodině fondů získat takový podíl akcií, aby s nimi spojená hlasovací práva umožnila podstatný vliv na řízení dané společnosti, pro akcie bez hlasovacích práv je určen limit 10%.

Role depozitáře by měla být v české úpravě více rozšířena. V současnosti je investiční společnost či investiční fond povinen uzavřít depozitářskou smlouvu s bankou. Depozitář vede investiční společnosti a obhospodařovaným fondům běžný účet, zároveň provádí kontrolu investování majetku fondů, uschovává listinné cenné papíry v majetku fondů, obstarává emise či odkupy podílových listů a akcií. Není např. stanovena možná míra zásahů depozitáře do činnosti subjektů kolektivního investování. Podle evropské směrnice může být výkon některých činností depozitáře delegován na třetí osoby (odpovědnost nese i nadále depozitář) a depozitářem se mohou stát vedle bank i investiční firmy autorizované pro poskytování těchto služeb (v souladu se směrnicí ISD).

Současná česká úprava státního dozoru nad subjekty kolektivního investování v podstatě odpovídá evropské právní úpravě. Státní dozor v ČR vykonává Komise pro cenné papíry. V rámci harmonizace by měly být přesněji vymezeny informační povinnosti vůči orgánu dozoru v tom směru, jaké všechny informace může orgán dozoru vyžadovat a zda je může vyžadovat pouze od osoby, vůči níž konkrétně vykonává úkony dozoru, nebo i od dalších osob, které obecně jeho dozoru podléhají; zejména by měl být vymezen vztah informační povinnosti a povinnosti mlčenlivosti subjektů kolektivního investování.

Fondy v ČR většinou⁹¹ používají k výpočtu hodnoty vlastního jmění na podílový list⁹² historickou oceňovací metodu. V Evropské unii se však používá metoda forwardová (i když tak není stanoveno zákonem), protože chrání fondy před ztrátou. Rozdíl v ocenění spočívá (za předpokladu denního oceňování) v časovém

⁹¹ Některé české fondy používají forwardovou oceňovací metodu.

⁹² Jedná se o tržní hodnotu aktiv fondu (po odečtení závazků) vydělenou počtem podílových listů (akcií) v oběhu.

rozdílu jednoho až dvou dnů. Pro rostoucí fondy je výhodnější používat forwardové ceny, protože aktiva jsou v tomto případě ohodnocena vyšší cenou dříve.

Statut českého fondu musí obsahovat zaměření a cíle investiční politiky, zásady hospodaření s majetkem, způsob použití výnosů, údaje o veřejné obchodovatelnosti, formě a podobě podílových listů respektive akcií, údaje o správcovské investiční společnosti a depozitáři, způsob uveřejňování zpráv. Statut podílového fondu musí navíc stanovit otevřený či uzavřený charakter fondu, výši úplaty investiční společnosti za obhospodařování fondu a ustanovení o splatnosti výnosu podílových listů. Evropská směrnice vyžaduje pro každý fond prospekt, který je určen úřadům a veřejnosti k seznámení se s charakteristikou fondu. Přílohou prospektu je statut (stanovy) nebo smluvní podmínky (upravující vztah mezi správcovskou společností a podílníkem).

Podle ZISIF může úplata investiční společnosti za jeden rok dosáhnout nejvýše 2% průměrné roční hodnoty vlastního jmění ve fondu nebo 20% účetního zisku fondu. V úpravě Evropské unie je úplata investiční společnosti (zčásti) ponechána na statutu fondu či obhospodařovací smlouvě⁹³.

Česká úprava stanovuje investiční společnosti povinnost obhospodařovat svěřený majetek s odbornou péčí s cílem zabezpečit růst nebo výnos tohoto majetku v souladu se zaměřením uvedené investiční politiky. Stanovení odborné péče⁹⁴ a zamezení střetu zájmů odpovídá evropským požadavkům.

České investiční společnosti jsou povinny zveřejňovat pololetní a roční zprávy o hospodaření, za každý obhospodařovaný otevřený podílový fond musí investiční společnost uveřejňovat nejméně jednou týdně údaje o hodnotě podílového listu a o hodnotě vlastního jmění, za uzavřený fond jednou týdně informace o výši vlastního jmění a diskontu. U vymezení poskytování informací by měla být rozlišena informační povinnost, kterou má subjekt kolektivního investování vůči podílníkům a veřejnosti a vůči orgánu dozoru; s ohledem na úpravu Evropské unie a jejích členských států by zásadně veřejnosti měly být poskytovány informace týkající se

⁹³ Schválení statutu či obhospodařovací smlouvy podléhá orgánům dozoru.

⁹⁴ Investiční společnost a investiční fond jsou povinny cenný papír koupit jen za nejnižší cenu, za kterou jej bylo možné při vynaložení odborné péče koupit, a prodat za obdobnou nejvyšší možnou cenu. Stejnou odbornou péčí jsou povinny vynaložit při obchodech s právy spojenými s cennými papíry nebo odvozenými od cenných papírů, úrokových měr a kurzů deviz. Jednající osoby nesmí: manipulovat s cenou na veřejných trzích, zneužívat důvěrných informací, šířit nesprávné či zavádějící informace. Naopak musí jednat čestně, odpovědně a ve

výše cen podílů při vydání a odkupu a další informace důležité pro rozhodování podílníků o dalším nakládání se svou investicí; vůči orgánu dozoru by pak měly být poskytovány informace o mimořádných situacích a krizových momentech.

V evropském vymezení je možnost delegace některých pravomocí upravována pouze, pokud jde o investiční společnosti; v tomto rozsahu by úprava měla být použita v českém zákoně.

Vznik, trvání a zrušení subjektů podnikajících v oblasti kolektivního investování jsou v ZISIF vymezeny srovnatelně s úpravou Evropské unie. Vznik subjektů podléhá povolení Komise pro cenné papíry.

V části o přeměně a přechodech v rámci subjektů podnikajících v oblasti kolektivního investování by měl být v rámci harmonizace českého práva s evropským právem formulován zákaz přeměny subjektů typu UCITS na ostatní UCI. Důležité je ponechání stávajícího zákazu přeměny subjektů kolektivního investování (investičních společností a investičních fondů) na subjekty podnikající v jiné oblasti.

Slučování, splynutí a rozdělování subjektů je v ZISIF upraveno v souladu s evropskou směrnicí, slučovat se mohou pouze investiční společnosti s investičními společnostmi, investiční fondy s investičními fondy a podílové fondy s podílovými fondy, rozdělením či splynutím investičních společností mohou vzniknout pouze investiční společnosti, totéž platí i pro ostatní druhy subjektů.

ZISIF neupravuje podnikání zahraničních subjektů kolektivního investování v ČR a podnikání českých subjektů na území jiných států. Před přijetím ČR do EU musí být možné zde obchodovat s cennými papíry UCITS ze zemí Evropské unie s přičtením Norska, Islandu a Lichtenštejnska. Pro zahraniční fondy by tedy měl být zaveden tzv. Evropský pas. Podle UCITS směrnice fond, který obchoduje v další zemi a drží pas, je subjektem tržní úpravy dané země.

Regulace českého sektoru fondů by měla být postavena na tržní úpravě fondů podle směrnice ISD, která zamezuje nestandardnímu chování, deformacím trhu a dalším nežádoucím jevům. Na jedné straně je požadována co nestriktnější regulace, na straně druhé je však účinné více zdůraznit samoregulaci. Kodexy chování garantují stupeň kvality. Směrnice ISD vyžaduje kodex chování vztahující se k transakcím s převoditelnými cennými papíry.

prospěch klientů. Veškeré obchody musí být prováděny za nejlepších podmínek, které jsou prokazatelně doloženy.

Je nezbytné, aby se vláda a regulátoři vyvarovali vytvoření legální diskriminace, která by umožňovala regulační arbitráž mezi finančními produkty. Komise pro cenné papíry má velmi významnou úlohu v rozvoji sektoru fondů, neměla by se omezovat pouze na regulační cíle, měla by udržovat i další kontakty s odvětvím fondů, s ostatními institucemi v ČR a zejména s Komisemi ze zemí Evropské unie.

3.3. Daňová problematika

Předpisy stanovující daňové podmínky jsou velmi důležitým faktorem, protože rozdílné daňové postavení může vést ke znevýhodnění jednotlivých subjektů v rámci konkurence různých forem zhodnocování úspor.

3.3.1. Zdanění sektoru kolektivního investování v ČR

Zdanění příjmů na úrovni fondu je v České republice realizováno jednak daní vybíranou srážkou z příjmů plynoucích fondu (srážku daně provádí subjekt vyplácející fondu výnos) a jednak samotným zdaněním výnosů fondu (vstupuje do obecného základu daně). Fondy podléhají dani z příjmů ve výši 25%. Dividendy a úroky jsou předmětem 15% (dříve 25%) srážkové daně, příjmy z hypotéčních zástavních listů jsou od daně osvobozeny. Dividendový příjem, který byl již zdaněn srážkovou daní při výplatě společností, nepodléhá na úrovni fondu dalšímu zdanění, úrokový příjem a kapitálový výnos z obchodování s cennými papíry vstupuje do základu daně fondu.

Pro zdanění výstupů z fondu (zdanění podílníků) ve formě dividend a likvidačního zůstatku je stanovena 15% daňová sazba. Kapitálové výnosy z obchodování s podíly fondu vstupují u právnických osob do základu daně, u osob fyzických jsou od daně osvobozeny, pokud byl prodej podílů uskutečněn nejméně po šesti měsících od nabytí (splnění tzv. časového testu) a podíly nebyly zahrnuty v obchodním majetku. V rámci zdanění výstupu fondů může dojít ke vzniku druhého či dalšího zdanění stejného příjmu.⁹⁵

Pokud fond vyplácí výnosy svým klientům, je tento výnos zdaněn 15% srážkovou daní, jestliže fond naopak veškerý zisk reinvestuje, je od této daně osvobozen. Po šesti měsíční lhůtě si mohou klienti fondu reinvestovaný zisk bez dalšího zdanění vyzvednout ve formě zpětného prodeje podílových listů respektive

⁹⁵ Např. podnik vytvoří zisk, který je zdaněn daní z příjmů, svému akcionáři (fondu) vyplatí dividendu, pokud fond dále vyplácí dividendu svým klientům, podléhá tento příjem ještě zdanění při výplatě fondem.

akcií fondu. Pro fondy je tedy výhodnější zisk reinvestovat, proto v České republice převládají růstové fondy nad fondy výnosovými.

Investiční společnosti jsou zdaněny stejně jako ostatní akciové společnosti daní z příjmu ve výši 31%. České fondy mohou využívat výhody plynoucí ze smlouvy o zamezení dvojího zdanění příjmů plynoucích přes hranice země, kterou Česká republika uzavřela s více než 50 zeměmi. Direktivy EU obecně osvobozují fondy od platby DPH (ale záleží na zákonech dané země). V České republice nejsou fondy plátcí DPH a investiční společnosti většinou rovněž ne⁹⁶.

3.3.2. Daňové podmínky odvětví fondů v Evropě

Existuje několik způsobů zdanění podnikání subjektů kolektivního investování. Na fond může být uvalena daň z příjmu a srážkové daně z výnosů (přijímaných či vyplácených). Tyto daně mohou být uplatněny rovněž na úrovni podílníků fondu. Na investiční společnost lze uvalit speciální daň. Vláda může také stanovit paušální daň při založení fondu, roční procentní daň odvozenou z čisté hodnoty aktiv fondu nebo daň odvozenou z objemu provedené transakce s cennými papíry. Investičním společnostem, fondům a jejich klientům mohou být (za stanovených podmínek) udělovány výjimky a osvobození od daně.

V zájmu motivace účastníků by mělo být zdanění odvětví fondů co nejnižší. V daňových systémech sledovaných evropských zemí je často zdanění výnosů a příjmů oblasti kolektivního investování realizováno jen na jedné úrovni (buď na úrovni fondu nebo na stupni podílníka). Tak je eliminováno nežádoucí dvojí zdanění stejných příjmů.

Mnoho zemí zčásti či úplně osvobozuje fondy od platby daně z příjmu. Fondy nejsou předmětem daně z příjmu v Německu, Francii, Rakousku, Finsku, Itálii, Řecku, Lucembursku, Švýcarsku a Maďarsku. V některých zemích jsou z daně z příjmu vyňaty jen určité typy fondů, např. v Nizozemí (fondy pod fiskálním režimem), Belgii (IF), Dánsku (ABF), Irsku (fondy v rámci IFSC), v Norsku (v případě splnění stanovených podmínek).

Subjekty kolektivního investování naopak platí daň z příjmu v těchto zemích: Velká Británie (IF 33% a podíl. fondy 20%), Belgie (SICAV 40%), Portugalsko,

⁹⁶ Hlavním příjmem investiční společnosti je obhospodařovatelský poplatek, který je stanoven jako odměna za obhospodařování (finanční činnost). Finanční činnost je osvobozena od platby DPH.

Španělsko, Irsko (24%), Švédsko⁹⁷ (25%), Dánsko (CBF), Nizozemí (fondy pod regulovaným režimem).

Srážkové daně z kapitálových výnosů fondu jsou uplatněny v řadě evropských zemí, výše daně se liší podle druhu investičních instrumentů a dalších podmínek.

Zvláštní zdanění subjektů kolektivního investování je stanoveno v Belgii (pro IS 0,06% aktiv fondu ročně, procentní daně placené fondem při obchodování s podíly a při emisi). Podobným způsobem jsou zdaněny fondy v Itálii (roční procentní daň z čistého jmění ve výši 0,05% až 1%), Řecku (0,3% čisté hodnoty aktiv fondu ročně) a Lucembursku (0,01% čisté hodnoty aktiv ročně pro fondy peněžního trhu a 0,06% pro ostatní fondy⁹⁸, v případě správy jen jednoho fondu platí IS daň jako holdingová společnost).

Sektor fondů je zcela osvobozen od daňových povinností ve Francii a Finsku, za jistých podmínek také v Nizozemí, Irsku a Norsku. V těchto případech je zdanění většinou přenášeno na podílníky fondů. Tímto způsobem je, jak bylo uvedeno, eliminováno dvojí zdanění stejných příjmů.

Ve většině sledovaných zemí platí podílníci z výnosů vyplacených fondem srážkové daně nebo daně z příjmu (nebo obojí). V Belgii je od klientů fondů vybírána procentní daň při obchodování s akciemi a při emisi akcií. Zcela zbaveni daňových povinností jsou podílníci fondů v Řecku, za stanovených podmínek v Itálii a Irsku. V Německu a Lucembursku jsou kapitálové výnosy podílníků osvobozeny od daně za stejných podmínek jako v ČR⁹⁹.

Z uvedeného srovnání vyplývá, že Česká republika patří mezi země s vyšším daňovým zatížením subjektů kolektivního investování. Tato skutečnost může vést k daňové diskriminaci českých fondů před některými zahraničními subjekty. Minimální zdanění subjektů kolektivního investování (jak fondů, tak podílníků) je v Lucembursku, Irsku a Řecku.

3.3.3. Kolektivní investování versus individuální investování

Pro motivaci investorů ke vkládání prostředků do nástrojů kolektivního investování je důležitá skutečnost, zda je daňové zatížení investora investujícího

⁹⁷ Švédské fondy však mohou započíst veškeré náklady, proto je výsledná daň z příjmu ve většině případů nulová.

⁹⁸ Lucemburské fondy fondů tuto daň neplatí, aby bylo zamezeno dvojímu zdanění aktiv fondu.

⁹⁹ Prodej podílů byl uskutečněn nejméně šest měsíců od nabytí těchto podílů a podíly nebyly zahrnuty v obchodním majetku fyzické osoby.

prostřednictvím fondu srovnatelné se zdaněním individuálního investora. Z analýzy finanční a daňové komise UNIS ČR vyplývá, že daňové zatížení fyzické osoby investující prostřednictvím fondu je v České republice celkově vyšší než zdanění fyzické osoby investující individuálně. U právnických osob se výše daňového zatížení liší podle jednotlivých produktů. Za určitých podmínek může být výhodnější investovat prostřednictvím fondů, ale celkově jsou na tom individuální investoři v České republice lépe. (Čapek, Kunc 1997, str.39-40)

Ve většině vyspělých evropských zemí existuje možnost, při které je zachována daňová rovnost investorů (kolektivních a individuálních). V mezinárodním srovnání je pro oblast kolektivního investování (v porovnání s individuálním investováním) ohledně daní celkově nejvýhodnější situace ve Francii¹⁰⁰ a v Německu. Tyto země používají daňový systém zabraňující dvojímu ekonomickému zdanění zisků dosažených na úrovni společnosti¹⁰¹. V Rakousku a v Nizozemí mají investoři rovněž stejné daňové podmínky, nevýhodou je však klasický daňový systém, který umožňuje dvojí zdanění ekonomických zisků společností. Ve Finsku jsou klienti fondů rovněž zdaněni stejně jako přímí investoři.

Z tohoto pohledu je neutrální daňová politika zřejmě taková, kdy fond nepodléhá žádnému zdanění a podílník je zdaněn stejně jako přímý investor. Tento systém je uplatněn ve Finsku.

3.3.4. Rovnocenné daňové postavení

V daňové politice vztahující se na subjekty kolektivního investování v České republice je nezbytné přijmout taková opatření, aby české fondy ani investoři nebyli žádným způsobem diskriminováni. Mělo by být odstraněno daňové znevýhodnění českých fondů vůči některým zahraničním subjektům a dvojí (případně vícenásobné) zdanění stejných příjmů. Dále by měly být přiblíženy daňové podmínky investování do fondů s ostatními formami (vklady do bank, penzijní připojištění, přímé investování). Rovněž by měly být zpřístupněny výhody kolektivního investování institucionálním investorům, pro které je dnes daňově nevýhodné.

Hlavním problémem zůstává (podle slov P. Zurstrassena) nerovné daňové postavení domácích a zahraničních fondů v České republice. „*To nemohu komentovat jinak, než že to není normální. Taková situace není rozhodně udržitelná také*

¹⁰⁰ Objem majetku spravovaného francouzskými fondy je největší v Evropě a na druhém místě za USA.

s ohledem na integraci České republiky do Evropy. Mělo by platit pravidlo rovnocenného postavení všech produktů, jak domácích, tak zahraničních.“ (Zurstrassen: Popularita fondů..., 2000, str.38)

3.4. Majetek ve správě fondů

Objem majetku spravovaný subjekty kolektivního investování neustále narůstá. V polovině roku 1999 se objem majetku ve fondech na celém světě blížil hranici 10 bilionů USD, evropské fondy spravovaly z tohoto objemu necelé 3 biliony USD.

3.4.1. Počet fondů

V roce 1998 bylo v evropském srovnání nejvíce otevřených podílových fondů ve Francii, druhou zemí s největším počtem OPF bylo Lucembursko, na třetím místě následovalo Španělsko (viz tabulka 3.1.). Nejméně fondů bylo registrováno ve Finsku a v Řecku. V České republice bylo v tomto roce 139 OPF, 47 UPF a 84 IF. V evropském srovnání se ČR tedy řadila mezi země s nejnižším počtem fondů.

Tabulka 3.1. Počet fondů v evropských zemích v roce 1998

Francie	6 274	Nizozemí	334
Lucembursko	4 524	Švýcarsko	325
Španělsko	1 866	Norsko	264
Velká Británie	1541	Irsko	260
Německo	848	Dánsko	240
Rakousko	821	Portugalsko	197
Itálie	703	Řecko	179
Belgie	631	Finsko	114
Švédsko	366	Celkem	19 487

Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

3.4.2. Objem majetku

V evropském srovnání spravovaly v roce 1998 největší objem majetku francouzské subjekty kolektivního investování (viz tabulka 3.2.).

¹⁰¹ Ve skutečnosti však příjmy v těchto zemích podléhají dalším druhům dočasných daní, které činí situaci méně

Tabulka 3.2. Přehled objemu majetku fondů v roce 1998 - členské země FEFSI

Pořadí ¹⁰²	Země	mil.USD	Pořadí	Země	mil.USD
2	Francie	626 056	17	Švédsko	55 249
3	Lucembursko	509 725	19	Řecko	32 145
4	Itálie	435 925	20	Irsko	23 725
6	Velká Británie	285 536	21	Portugalsko	23 261
7	Španělsko	238 853	23	Dánsko	19 463
9	Německo	195 550	25	Norsko	11 174
12	Nizozemí	88 027	30	Finsko	5 718
14	Švýcarsko	71 836	32	Maďarsko	1 470
15	Rakousko	63 688	33	Česká republika	560
16	Belgie	56 538	34	Polsko	510

Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

Za Francií následovalo Lucembursko a Itálie. Po zohlednění ‘lucemburského faktoru’¹⁰³ zaujímala druhé místo Itálie a třetí Velká Británie, (Lucembursko nebylo zahrnuto na prvních deseti příčkách). Nejnižší objem majetku fondů mělo Maďarsko, Česká republika a Polsko. V celosvětovém pořadí podle velikosti majetku OPF zaujímala ČR 33. místo (560 mil.USD). (V příloze 3 je uvedena celá tabulka světového pořadí.) V roce 1999 vzrostl majetek otevřených a uzavřených podílových fondů v České republice na více než 2 mld.USD.

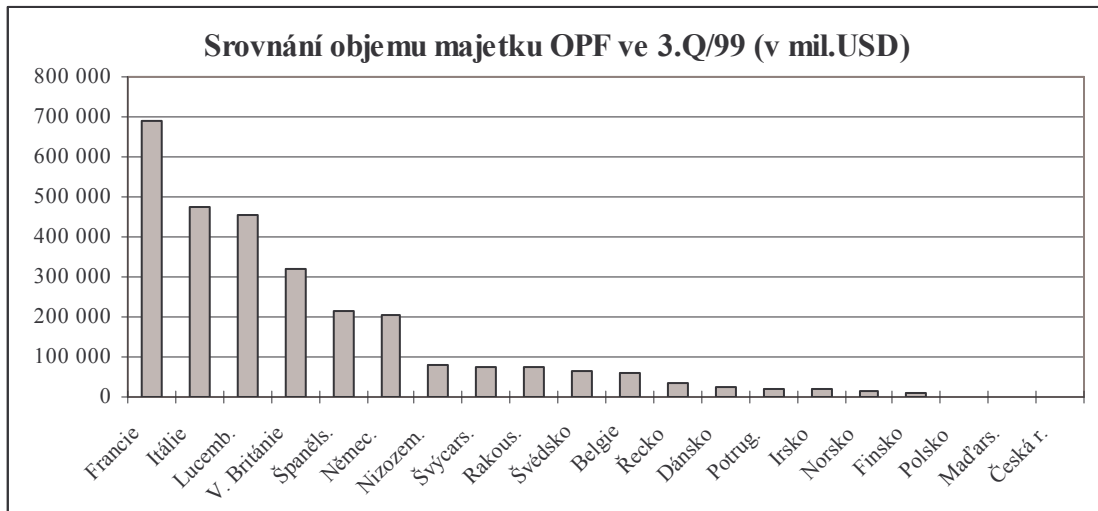
Při porovnání objemu majetku OPF v členských zemích FEFSI ve třetím čtvrtletí 1999 zaujala naše země poslední místo (1 218 mil.USD - viz graf 3.3.).¹⁰⁴ Na konci žebříčku bylo také Polsko (2 363 mil.USD) a Maďarsko (1 636). Z vyspělých zemí vykazalo nejméně majetku v OPF Finsko (7 561 mil.USD). Naopak nejvíce majetku měly OPF ve Francii (688 380 mil.USD), v Itálii (477 215 mil.USD) a v Lucembursku (456 660 mil.USD).

příznivou.

¹⁰² Jedná se o celosvětové pořadí.

¹⁰³ V Lucembursku je zakládáno mnoho zahraničních fondů (např. z daňových důvodů). Zohledněním lucemburského faktoru se rozumí, že data fondů, založených v Lucembursku za účelem prodeje v zemi původu svého zakladatele, jsou zahrnuta do ukazatelů dané země.

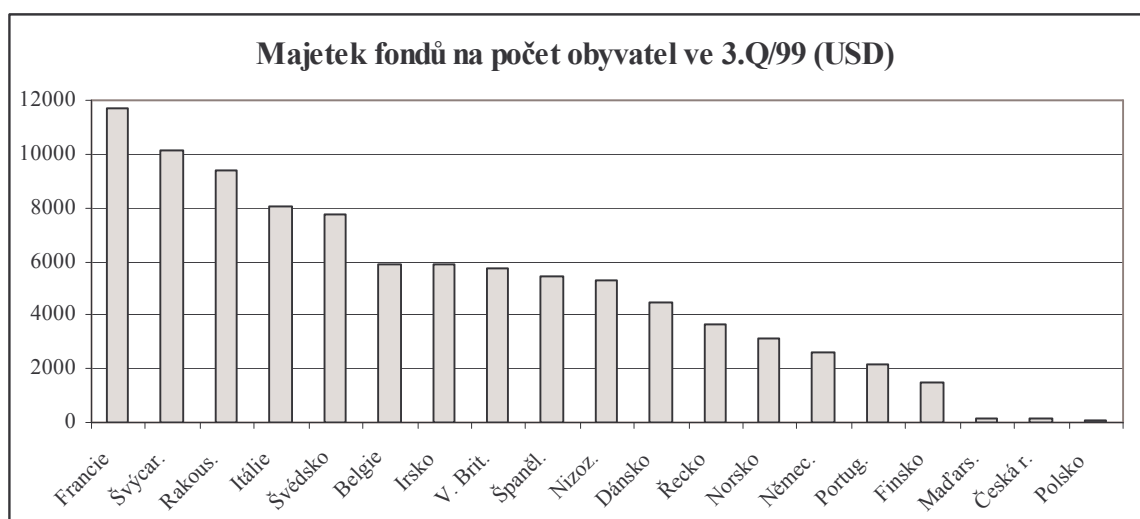
Graf 3.3.



Pramen: FEFSI.

Srovnání objemu majetku OPF na obyvatele ve stejném období je pro ČR (119 USD na obyvatele) poněkud příznivější, předstihla Polsko (61 USD), odstup od Maďarska (162 USD) zůstal podobný, ale prohloubil se rozdíl mezi těmito třemi státy a vyspělými zeměmi s nejnižším objemem majetku OPF na obyvatele - Finsko (1 467 USD)(viz graf 3.4.). Nejvyšší objem majetku na obyvatele byl v Lucembursku (1 082 133 USD), ve Francii (11 731 USD) a Švýcarsku (10 151 USD). Lucembursko mnohonásobně převýšilo hodnoty majetku fondů na jednoho obyvatele v ostatních zemích¹⁰⁵, tato hodnota by však jistě byla snížena při zohlednění již zmíněného lucemburského faktoru.

Graf 3.4.



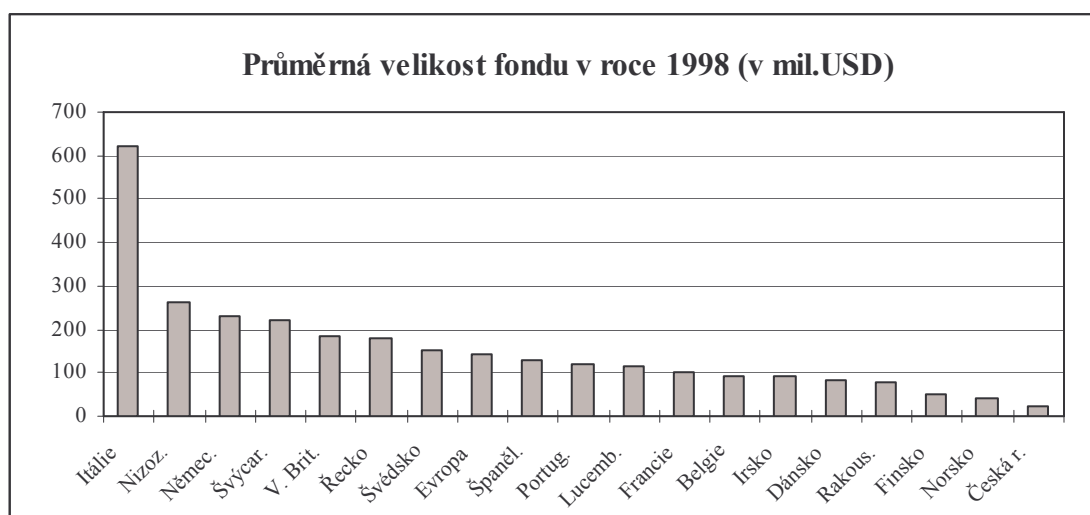
¹⁰⁴ V prvním čtvrtletí roku 2000 bylo v českých OPF (obhospodařovaných členy UNIS ČR) uloženo 1 662 mil.USD.

Pramen: FEFSI, ČSÚ: Statistická ročenka ČR 99.

3.4.3. Průměrná velikost fondu

Velikost fondu je hodnocena objemem vlastního jmění fondu k danému datu. V roce 1998 existovalo v Evropě téměř 20 tisíc fondů (viz tabulka 3.1.), průměrná velikost¹⁰⁶ evropského fondu se v devadesátých letech pohybovala okolo 100 mil.USD, v roce 1998 vzrostla na 142 mil.USD¹⁰⁷. V Evropě byla v roce 1998 průměrná velikost fondů nejvyšší v Itálii (620 mil.USD)¹⁰⁸, následovalo Nizozemí, Německo a Švýcarsko (tyto země překročily hranici 200 mil.USD) (viz graf 3.5.). V České republice byla v roce 1999 průměrná velikost fondu 24 mil.USD (tj. zhruba šestkrát méně než evropský průměr), proto lze v budoucnosti předpokládat nárůst velikosti českých fondů. Nejmenší průměrnou velikost fondů měly (po ČR) Finsko a Norsko (zhruba 50 mil.USD).¹⁰⁹

Graf 3.5.



Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000, FEFSI, UNIS ČR¹¹⁰.

V příloze 5 jsou uvedeny české fondy seřazené podle objemu vlastního jmění ke konci roku 1999. Tři otevřené podílové fondy s nejvyšším objemem majetku byly větší než průměrný evropský fond. Jednoznačně nejvíce majetku spravoval Sporoinvest (475 mil.USD), který více než třikrát převýšil průměrnou velikost evropského fondu, následovaly Český OPF (218 mil.USD) a Výnosový OPF (177

¹⁰⁵ Lucembursko není vzhledem k velmi vysoké hodnotě majetku fondů na počet obyvatel uvedeno v grafu 3.4.

¹⁰⁶ Průměrná velikost fondu znamená objem majetku, který v průměru připadá na jeden fond, jedná se o podíl celkového objemu majetku fondů a počtu těchto fondů v dané zemi.

¹⁰⁷ Celosvětový průměr průměrné velikosti fondu byl 242 mil.USD.

¹⁰⁸ Průměrná velikost fondu je celosvětově nejvyšší v USA (v roce 1998 představovala 755 mil.USD).

¹⁰⁹ Pro Polsko a Maďarsko bohužel nebyly údaje k dispozici.

¹¹⁰ Údaje za ČR jsou pro rok 1999.

mil.USD). Všechny tři zmíněné OPF jsou spravovány SIS. Uzavřené podílové fondy nedosahovaly průměrné velikosti evropského fondu. Velikost největšího UPF IKS KB Plus¹¹¹ (53 mil.USD) odpovídala zhruba třetině průměrné velikosti evropského fondu, další dva: Český podíl. fond (36 mil.USD) a Živnobanka-podíl. fond (35 mil.USD) dosahovaly necelé třetiny. Tři největší investiční fondy přesahovaly průměrnou velikost evropského fondu, RIF (433 mil.USD), Investiční privatizační fond KB (243 mil.USD) a P.I.F. (179 mil.USD). V ČR tedy existovalo šest fondů, které spravovaly v evropském měřítku větší než průměrný objem majetku.¹¹²

3.4.4. Růst majetku spravovaného fondy

V České republice byl v roce 1999 vložen značný objem prostředků do otevřených podílových fondů, čisté prodeje podílových listů činily více než 17 miliard korun. Celkově byly prodány podílové listy za 38 miliard korun, ale zpětný odprodej podílových listů investory představoval 21 miliard korun. Z vložených více než 17 miliard korun bylo umístěno 15,6 miliard korun ve fondech peněžního trhu. Majetek českých OPF (spravovaných členy UNIS ČR) vzrostl v loňském roce o 216%¹¹³, tento růst je zřejmě evropským rekordem.

V roce 1998 vzrostl majetek fondů v České republice o 54%, v evropském srovnání se ČR umístila na třetím místě za Itálií (96%) a Belgií (58%), za ČR následovaly Finsko (51%) a Portugalsko (41%). V tabulce 3.3. jsou zaznamenány průměrné roční míry růstu majetku fondů za období 1988 až 1998. Největší míru růstu za dané desetiletí vykázalo Řecko (84,5% ročně), následované Itálií (60%) a Portugalskem (49%). Evropský trh fondů vrostl za sledovaných deset let průměrně o necelých 19% za rok. Vyšší míry růstu vykazovaly jižní a některé severské státy, vyspělejší země Evropy zaznamenaly nižší přírůstky.

Tabulka 3.3. Průměrné roční míry růstu objemu majetku fondů v letech 1988-98

Řecko	84,50%	Dánsko	19,32%
Itálie	60,06%	Irsko	16,89%
Portugalsko	49,08%	Nizozemí	16,38%
Finsko	49,07%	Německo	14,37%

¹¹¹ Tento fond byl transformován na OPF v průběhu 1.Q/2000.

¹¹² Pokud srovnáme výši vlastního jmění investičních společností (viz příloha 2), přesahovaly průměrnou velikost evropského fondu jen čtyři největší IS, zmíněné v první části v podkapitole 2.5.4. (s větším než 5% podílem na trhu).

¹¹³ K tomuto růstu majetku českých OPF (z 16,8 na 53 mld. korun) významně přispělo otevření uzavřených fondů.

Španělsko	43,29%	Velká Británie	14,29%
Norsko	31,30%	Švýcarsko	14,06%
Belgie	28,70%	Švédsko	12,12%
Lucembursko	24,39%	Francie	10,21%
Rakousko	20,95%	Celkem	18,76%

Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

3.4.5. Vztah mezi objemem aktiv a mírou růstu majetku fondů

Provázáním objemu aktiv fondů na obyvatele s mírou růstu těchto aktiv pro jednotlivé země v roce 1998 získáme pozice těchto zemí (viz graf 3.6.). Česká republika se jako nový a rychle rostoucí trh kolektivního investování s dosud nízkým majetkem fondů nachází u vodorovné osy vpravo. S postupným rozvojem trhu a vyšším celkovým objemem aktiv fondů klesá míra růstu majetku fondů, dochází k posunu pozice doleva nahoru (např. pozice Německa a Evropy). Francie měla vyšší objem aktiv fondů než evropský průměr při podobné míře růstu majetku fondů. Vysokou míru růstu (vzhledem k objemu majetku fondů) vykazovala Itálie.¹¹⁴

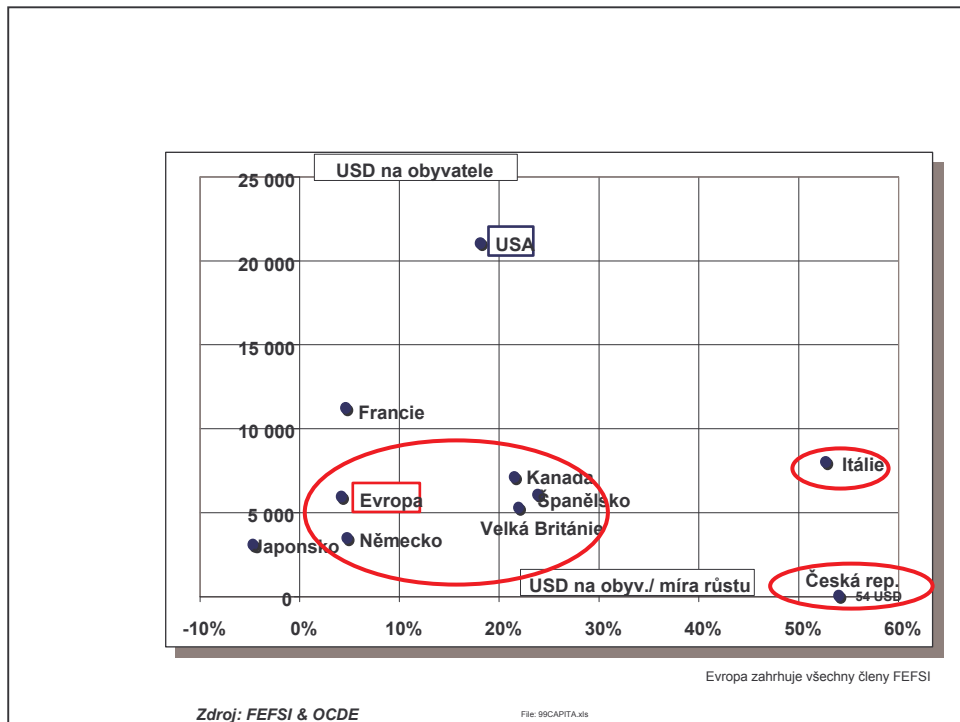
Evropský průměr aktiv fondů na obyvatele se v roce 1998 pohyboval nad 5000 USD a průměrná míra růstu majetku fondů v Evropě byla zhruba 5%. Česká republika dosáhla v tomto srovnání téměř zanedbatelného objemu majetku fondů 119 USD na obyvatele, ale zároveň poměrně vysoké míry růstu majetku fondů (54%). Růstový potenciál českého sektoru fondů vzhledem k evropskému průměru (majetku fondů na obyvatele) představoval v roce 1998 110-ti násobek. Jak bylo uvedeno, v roce 1999 se tento potenciál růstu potvrdil, na českém trhu fondů došlo k rekordnímu nárůstu objemu aktiv fondů. Majetek českých OPF na konci roku 1999 tvořil zhruba 155 USD na obyvatele. Pozice ČR v roce 1999 by byla znázorněna ještě více vpravo (velmi vysoká míra růstu majetku fondů při stále nízkém objemu majetku fondů).

Pokud jsou aktiva fondů vyjádřena jako procentní podíl na HDP dané země, představoval v roce 1998 majetek fondů v evropských zemích průměrně téměř 30% HDP. Majetek českých fondů odpovídal 1% HDP naší republiky. Evropský průměr byl zhruba 29 krát větší než podíl majetku fondů na HDP v ČR. Spojením těchto podílů s mírou růstu aktiv fondů vzniknou pozice jednotlivých zemí (viz graf 3.7.)

¹¹⁴ USA vykazovaly největší objem aktiv při míře růstu nad evropským průměrem.

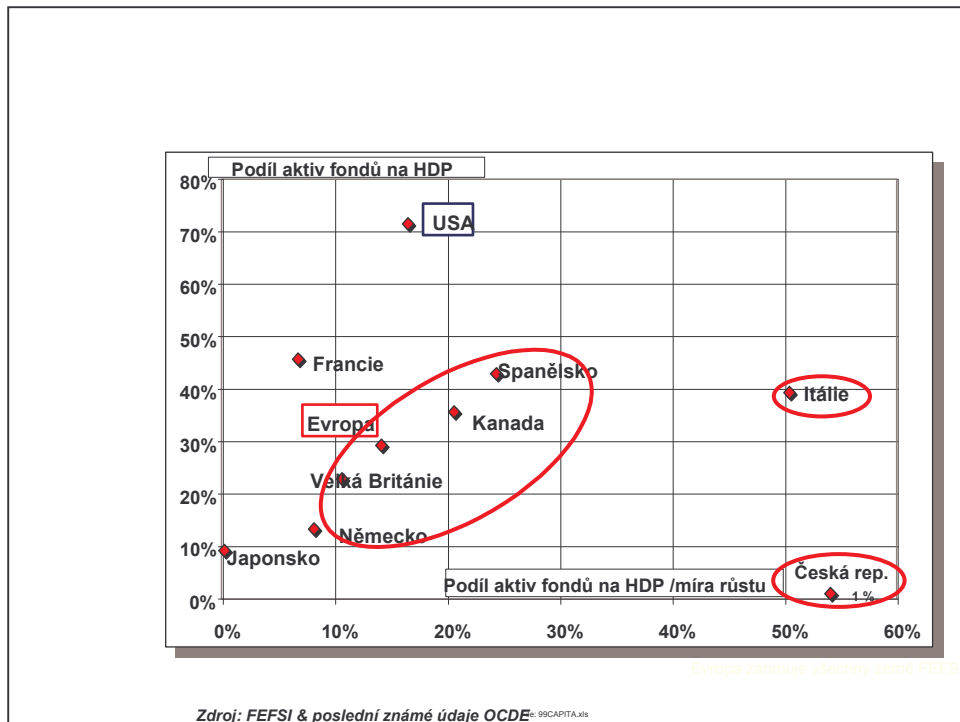
Postavení zemí se příliš neliší od předešlého grafu 3.6. ČR měla vysokou míru růstu majetku fondů a zároveň nízký podíl jejich aktiv na HDP.

Graf 3.6. Vztah mezi objemem aktiv fondů na obyv. a mírou růstu majetku fondů



Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

Graf 3.7. Vztah mezi podílem aktiv fondů na HDP a mírou růstu majetku fondů



Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

3.4.6. Podíl majetku fondů na finančních aktivech domácností

Na trhu úspor konkurují fondům zejména banky, pojišťovny, penzijní fondy, investice do akcií a další alternativy investování. Jaký podíl zaujímají fondy na tomto trhu ve vybraných zemích?

V roce 1998 byl ve Francii podíl majetku fondů na úsporách domácností 9% (převládaly akcie představující 35% podíl finančních aktiv).¹¹⁵ V tomto roce přibyly do francouzských fondů 3% celkových finančních toků (největší příliv (60%) zaznamenaly pojištění a penze), v letech 1993-98 došlo k celkovému poklesu podílu fondů na finančních aktivech domácností ze 13% na 9% (tedy o 4% procentní body).

V Německu měly v roce 1998 fondy 10% podíl na finančních aktivech domácností, největší část úspor tvořila depozita a hotovost (36%). 47% finančních toků přibylo v tomto roce na pojištění a penze, do fondů asi 26% (podobně i do bank). V letech 1993-98 vzrostl podíl fondů na finančních aktivech německých domácností o necelé čtyři procentní body.

Ve Velké Británii byly fondy ve sledovaném roce zastoupeny 5% podílem na finančních aktivech domácností, největší podíl měly životní pojištění a penze (55%), tato skupina získala i nejvyšší podíl na celkových finančních tocích (65%). Do podílových fondů přiteklo v roce 1998 15% finančních aktiv. Ve sledovaném období vzrostl podíl fondů o necelé tři procentní body.

Italské fondy zaujímaly v roce 1998 17% podíl na finančních aktivech domácností (téměř dvojnásobek podílu fondů ve Francii), nejvyšší podíl měly akcie (30%). V tomto roce přibylo nejvíce finančních toků právě do fondů (zhruba 270%). Za sledovaných pět let vzrostl podíl italských fondů na finančních aktivech domácností o 12 procentních bodů.

V České republice tvořily v polovině roku 1999 největší část finančních aktiv domácností hotovost a depozita (80%)¹¹⁶, stavební spoření představovalo 9% a životní pojištění a penze 7%. Podílové fondy zaujímaly nejmenší 4% podíl na úsporách českých domácností.¹¹⁷ Za první pololetí roku 1999 přiteklo do podílových fondů 45% finančních toků, do bank však téměř dvakrát více.

¹¹⁵ Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

¹¹⁶ Z toho 58% tvořily termínované vklady, 14% běžná depozita a 9% vklady v cizích měnách. Vysoký podíl termínovaných vkladů představuje prostor pro rozšiřování podílu fondů na trhu úspor.

¹¹⁷ Data o investicích domácností do akcií a dluhopisů nebyla k dispozici.

Z uvedených zemí měla ČR největší podíl hotovosti a depozit na úsporách domácností, podílové fondy zaujímaly podobný díl jako fondy ve Velké Británii. Po rekordním přírůstku italských fondů byl největší příliv hotovosti do fondů z uvedených zemí zaznamenán v České republice. V zemích Evropské unie odpovídal objem prostředků vložený do fondů zhruba čtvrtině objemu uloženého u bank. V ČR jistě existuje obrovský potenciál zvyšování podílu fondů na trhu úspor.

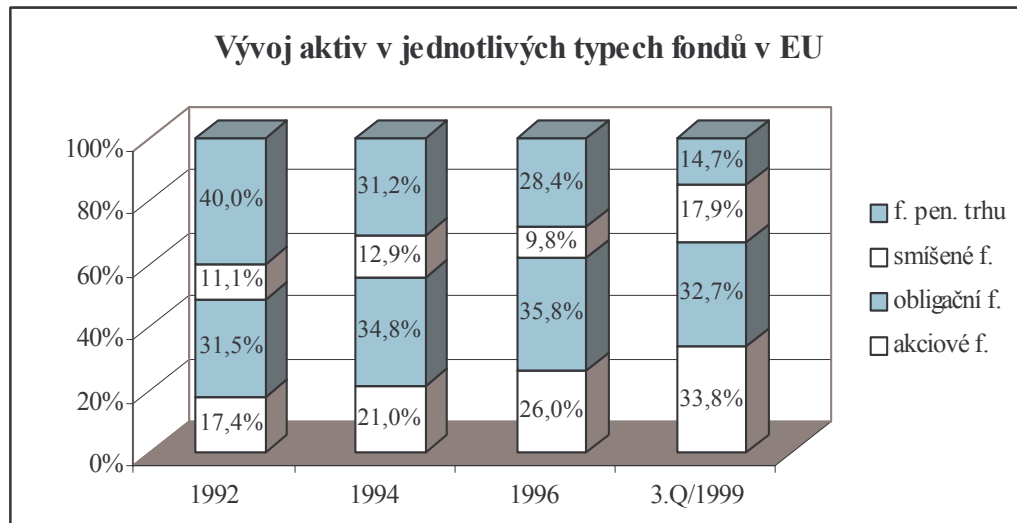
3.5. Investiční strategie

Investiční politika fondů se liší investičním horizontem, podstupovaným rizikem, očekávaným výnosem, regionálním zaměřením atd. Fondy mohou spravované prostředky investovat do různých typů aktiv: instrumentů peněžního trhu, obligací, akcií, a to domácích či zahraničních. Bylo již uvedeno, že podle zaměření investiční politiky jsou rozlišovány různé typy fondů.

3.5.1. Druhy aktiv

V roce 1992 převládaly v zemích EU fondy peněžního trhu (40% na celkovém objemu majetku fondů), jejich podíl se v průběhu devadesátých let postupně snižoval až na necelých 15% (nejméně ze sledovaných typů fondů) ve třetím čtvrtletí roku 1999 (viz graf 3.8.). Zcela opačný vývoj lze sledovat u fondů akciových, v roce 1992 tvořily zhruba 17% všech fondů (druhý nejnižší podíl), ve třetím čtvrtletí roku 1999 narostl jejich podíl na téměř 34% (nejvyšší podíl). Obligační fondy zemí EU převažovaly v letech 1994 a 1996, ve třetím čtvrtletí 1999 byly předstiženy o více než jeden procentní bod fondy akciovými. Podíl smíšených fondů byl ve sledovaném období nejnižší a poměrně stabilní, ve třetím čtvrtletí 1999 vzrostl na necelých 18% (smíšené fondy tak převážily fondy peněžního trhu).

Graf 3.8.



Pramen: FEFSI.

V jednotlivých zemích Evropy převažují různé typy fondů (podle investičního zaměření). V Rakousku bylo již od roku 1992 ukládáno nejvíce prostředků do obligačních fondů, v roce 1998 tvořil majetek těchto fondů 58% celkového objemu majetku spravovaného rakouskými fondy, tento podíl obligačních fondů je nejvyšší ze sledovaných zemí.¹¹⁸ V Rakousku byl také vzhledem k ostatním zemím poměrně vysoký podíl smíšených fondů (26,1%). Ve Francii převažovaly v letech 1992 až 1997 fondy peněžního trhu, v roce 1998 spravovaly nejvíce majetku obligační fondy (30,6%), fondy peněžního trhu však zaostávaly pouze o necelý procentní bod (29,5%). Ve Španělsku se také rozvíjely na počátku 90. let nejvíce fondy peněžního trhu, od roku 1996 měly největší podíl fondy obligační, v roce 1998 dosáhly 36,9% celkového majetku spravovaného španělskými fondy. V Itálii převládaly od roku 1992 fondy obligační, v letech 1997 a 1998 italský trh fondů významně vzrostl, obligační fondy zaujímaly v roce 1998 50,5% majetku italských fondů.

Na německém trhu fondů dominovaly v letech 1992-97 rovněž obligační fondy. V roce 1998 však spravovaly nejvíce majetku fondy akciové (43% z celkového majetku německých fondů), obligační fondy držely 39,7% podíl. V Norsku majetek fondů poměrně rychle narůstal v letech 1995 až 1997, v roce 1998 došlo k dočasnému pozastavení růstu a poklesu majetku fondů. Největší podíl na celkovém majetku zaujímaly stále akciové fondy (57,1% v roce 1998). Ve Velké Británii jednoznačně dominují akciové fondy s 83,5% podílem na celkovém majetku fondů, tento podíl

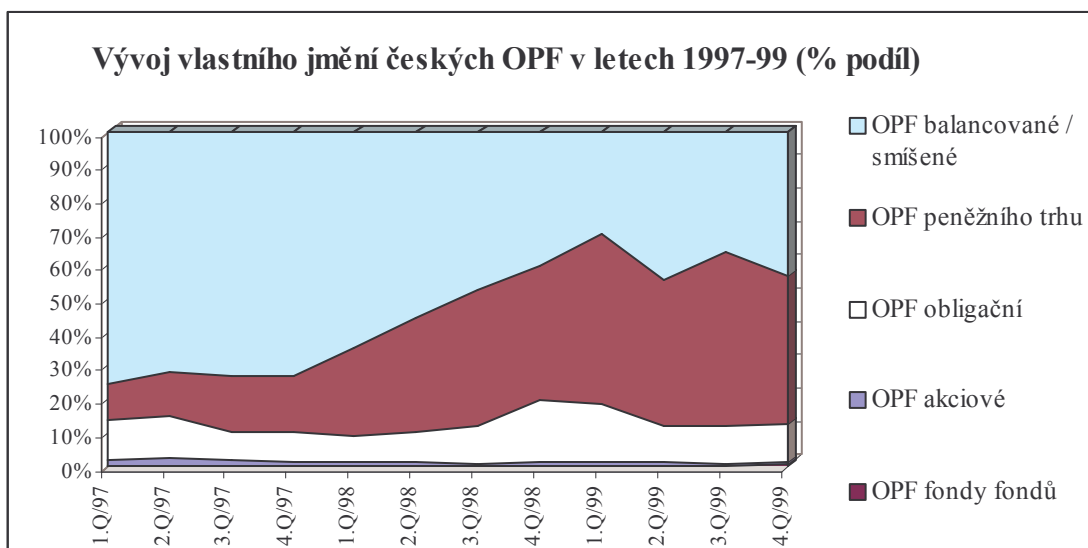
¹¹⁸ Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

akciových fondů je nejvyšší z evropských zemí. V letech 1993 až 1995 došlo na britském trhu fondů ke stagnaci, akciové fondy naprosto převažovaly v celém sledovaném období, v posledním roce se začaly rozvíjet i obligační a balancované fondy. V Belgii spravují největší podíl majetku rovněž akciové fondy, svou převahu získaly v roce 1996, v roce 1998 byl jejich podíl na celkovém majetku belgických fondů 55,5%. Ve srovnání s uvedenými zeměmi měla Belgie nejvyšší podíl smíšených fondů (26,4%).

Na řeckém trhu fondů byl v roce 1992 zanedbatelný objem vložených prostředků, v roce 1993 začal majetek fondů narůstat, podíl obligačních fondů a fondů peněžního trhu byl zhruba stejný. Poté do roku 1995 převažovaly obligační fondy, potom však došlo k vysokému nárůstu majetku ve fondech peněžního trhu. V roce 1998 spravovaly řecké fondy peněžního trhu 66,4% majetku všech fondů v Řecku. Tento podíl fondů peněžního trhu je v evropském měřítku nejvyšší.

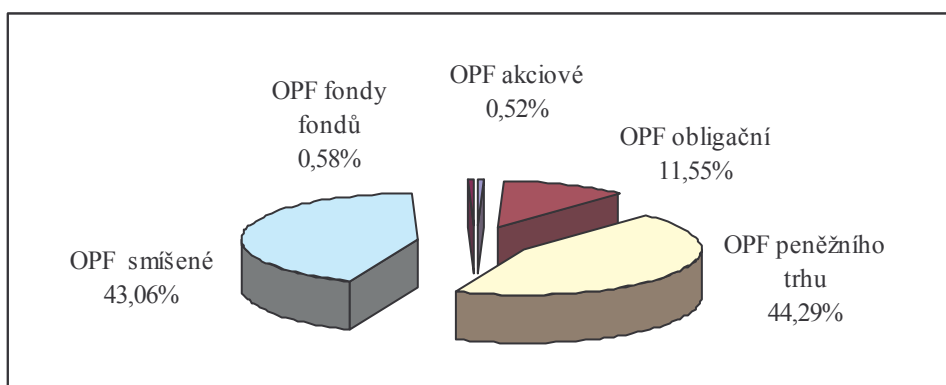
V České republice nastal růst majetku vloženého do OPF od roku 1997, v té době zde převažovaly smíšené fondy (viz graf 3.9.). Rok 1998 byl ve znamení velkého rozmachu fondů peněžního trhu, ke konci roku byl poměr smíšených fondů a fondů peněžního trhu vyrovnaný. Výrazné výkyvy ve vývoji, patrné při sledování jednotlivých čtvrtletí (u smíšených fondů), byly způsobeny otevřením dvou investičních privatizačních fondů (Český a Výnosový). V roce 1999 spravovaly fondy peněžního trhu 44,3% a smíšené fondy 43,1% celkového majetku českých OPF (viz graf 3.10.).

Graf 3.9.



Pramen: UNIS ČR.

Graf 3.10. Podíl majetku jednotlivých typů OPF v ČR ke konci roku 1999



Pramen: UNIS ČR.

V současné době jsou podíly jednotlivých typů fondů v ČR v podstatě opačné než u průměru evropských zemí.¹¹⁹ V roce 1992 však byl v Evropě také nejvyšší podíl fondů peněžního trhu (jako v ČR v roce 1999). Lze očekávat, že v průběhu dalšího vývoje českého trhu kolektivního investování dojde ke snížení podílu fondů peněžního trhu a zvýšení podílu fondů akciových (jejichž podíl byl v roce 1999 v ČR zanedbatelný) a obligačních. K dosažení evropského průměru by měly české akciové fondy vzrůst 65krát a obligační zhruba třikrát. Dalším rozdílem mezi rozdělením českých fondů a fondů v Evropě je podíl smíšených fondů, který je v ČR velmi vysoký důsledkem existence kuponových fondů (které jsou převážně smíšené). V důsledku otevírání uzavřených fondů (z nichž velká část se po otevření profiluje

jako smíšené fondy) bude v ČR zřejmě ještě mírně růst podíl smíšených fondů, v prvním čtvrtletí 2000 byl podíl těchto fondů (46,6%) větší než podíl fondů peněžního trhu (42,1%). Podíl smíšených fondů v ČR je nejvyšší ze sledovaných evropských zemí. Pokud pomineme zmíněný rozdíl v objemu smíšených fondů, je struktura českého trhu kolektivního investování podobná rozdělení řeckého trhu fondů, kde je také největší podíl fondů peněžního trhu.

V příloze 4 jsou uvedeny struktury aktiv OPF, UPF a IF (spravovaných členy UNIS ČR) a dále rozložení aktiv u jednotlivých typů OPF (akciových, obligačních, peněžního trhu, smíšených a fondů fondů). V portfoliu českých fondů jednoznačně převažují domácí dluhopisy.¹²⁰ Jejich podíl je nejvyšší u OPF (téměř 80%). IF investují do domácích dluhopisů více než 55% majetku, na druhém místě jsou domácí akcie (zhruba 16%). UPF mají více než 50% uloženo také v českých dluhopisech, následují opět domácí akcie (15%) a dále zahraniční akcie (13%)¹²¹. Akciové OPF mají v portfoliu největší podíl domácích akcií (46%), následují akcie zahraniční (21%) a domácí hotovost (12%). Dluhopisové OPF mají 90% prostředků investováno do českých dluhopisů. Stejně OPF peněžního trhu investují více než 90% majetku do domácích dluhopisů. Portfolio smíšených OPF je tvořeno zejména domácími dluhopisy (64%) a akciemi českými i zahraničními (každé téměř 10%). OPF fondů investují zhruba dvě třetiny aktiv do domácí hotovosti a jednu třetinu do zahraničních podílových listů.

3.5.2. Akciové fondy

Jak bylo uvedeno podíl akciových fondů na trhu kolektivního investování v Evropě podstatně narostl. V jednotlivých zemích FEFISI je podíl akciových fondů na celkovém majetku spravovaného fondy velmi rozdílný. V roce 1998 byl největší podíl těchto fondů ve Velké Británii (83,5%), na druhém místě bylo Švédsko s více než 75% a následovalo Švýcarsko se 70% podílem majetku akciových fondů (viz graf 3.11.). Podíl akciových fondů v České republice byl v roce 1998 zhruba 1%, v roce 1999 se tento podíl snížil na 0,5%, počátkem roku 2000 spolu s oživením akciového trhu

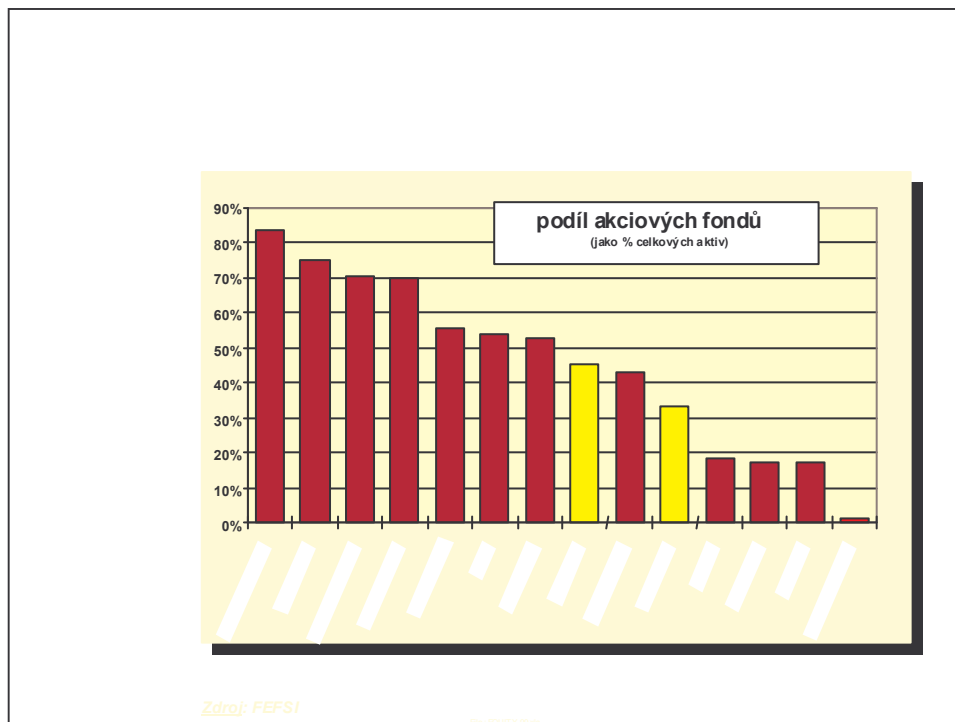
¹¹⁹ V ČR mají nejvyšší podíl fondy peněžního trhu a smíšené fondy, které v evropských zemích průměrně dosahují naopak nejnižších podílů.

¹²⁰ Vysoký podíl domácích dluhopisů v portfoliích českých fondů je zřejmě způsoben vysokým podílem fondů peněžního trhu (které investují zejména do pokladničních poukázek). Fondy transformované na OPF mají rovněž velkou část majetku uloženu v krátkodobých dluhopisech (vzhledem k nutnosti držet velkou část majetku v likvidní podobě).

¹²¹ Uvedeny skupiny aktiv s vyšším než 10% podílem v portfoliu fondu.

začaly opět narůstat prostředky vložené do českých akciových fondů. V prvním čtvrtletí 2000 byl podíl akciových fondů na celkovém majetku fondů v ČR 1,7%.

Graf 3.11. Podíl akciových fondů jako procento celkových aktiv v roce 1998



Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

Pozn. zleva: V. Británie, Švédsko, Honk Kong, Švýcarsko, Belgie, USA, Kanada, Svět, Německo, Evropa, Itálie, Francie, Japonsko, Česká republika.

V Evropě vzrostl průměrně podíl majetku v akciových fondech v letech 1994-98 o 11 procentních bodů. Největší růst byl zaznamenán v Belgii (o 28 procentních bodů) a nejvyšší pokles ve Finsku (o 23 procentních bodů). V roce 1998 tvořily akciové fondy na celém světě 45,2% majetku všech fondů (v roce 1993 to bylo 31,9%).

3.5.3. Podíl na tržní kapitalizaci

Na tržní kapitalizaci se evropské domácí akciové fondy podílely v roce 1998 průměrně 4,2% (viz tabulka 3.4.). Podíl na tržní kapitalizaci byl v tomto roce nejvyšší u akciových fondů ve Švédsku (9,6%) a v Norsku (9,3%). (V těchto zemích převažují na trhu kolektivního investování akciové fondy.) Mezi země s nejnižším podílem se řadilo Polsko (0,7%), Finsko (0,5%) a Česká republika (0,05%)¹²². V letech 1995 až 1998 byl podíl akciových fondů na tržní kapitalizaci poměrně stabilní.

¹²² údaj k červnu 1999

Tabulka 3.4. Podíl (%) evr. domácích akciových fondů na tržní kapitalizaci v roce 1998

Švédsko	9,6	Portugalsko	5,0	Švýcarsko	1,8
Norsko	9,3	Belgie	4,5	Dánsko	1,4
Španělsko	6,9	Evropa	4,2	Rakousko	0,9
V. Británie	5,9	Německo	3,0	Polsko	0,7
Francie	5,6	Řecko	2,1	Finsko	0,5
Itálie	5,0	Nizozemí	2,0	Česká rep.	0,05

Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

Podíl obligačních fondů na tržní kapitalizaci byl v roce 1998 u evropských fondů v průměru 6,7% (viz tabulka 3.5.). Nejvyšší podíl mělo Rakousko (20,2%) – jakožto země s nejvyšším podílem obligačních fondů v Evropě - nízké podíly byly v Belgii, Nizozemí a Německu (necelá 2%). V letech 1996 až 1998 byl podíl obligačních fondů na tržní kapitalizaci rovněž téměř stabilní.

Tabulka 3.5. Podíl (%) evr. obligačních fondů na tržní kapitalizaci v roce 1998

Rakousko	20,2	Dánsko	2,9
Portugalsko	18,2	V. Británie	2,4
Francie	18,0	Belgie	1,9
Řecko	6,8	Nizozemí	1,9
Evropa	6,7	Německo	1,8

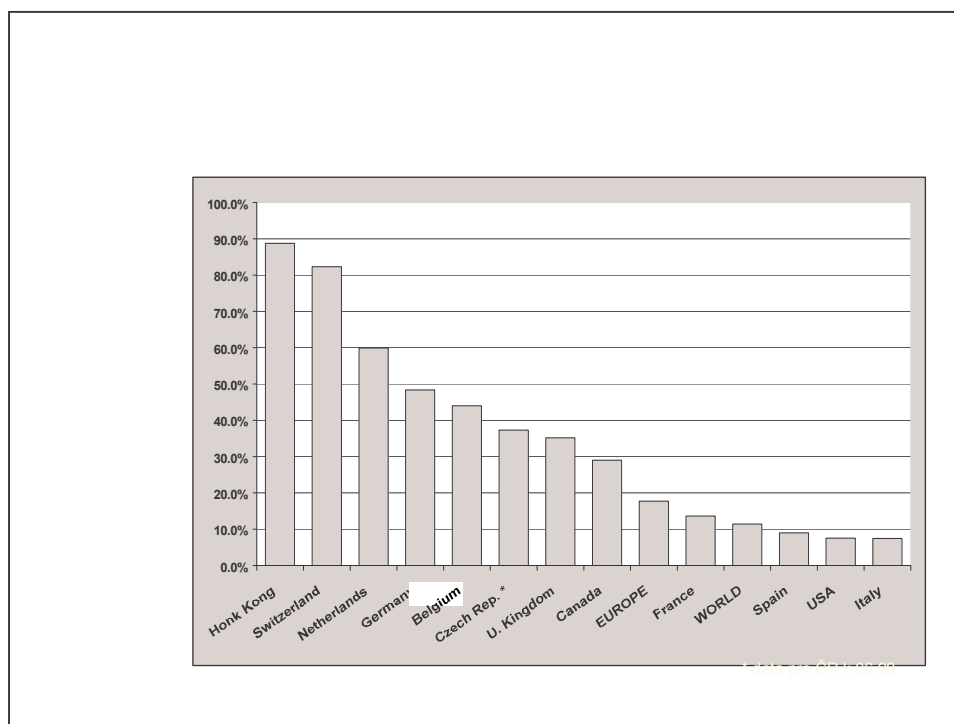
Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

3.5.4. Domácí a zahraniční aktiva

Subjekty kolektivního investování mohou svou investiční politiku zaměřit na domácí či zahraniční aktiva, nebo držet určitý díl domácích i zahraničních aktiv. Celosvětově klesl podíl zahraničních aktiv v majetku fondů od roku 1995 do roku 1998 o necelé 3 procentní body. Nejvyšší podíl zahraničních aktiv vykazoval v roce 1998 Honk Kong (téměř 90%). Evropský průměr se v tomto roce pohyboval okolo 18%. Největší podíl zahraničních investic z evropských zemí držely švýcarské fondy (více než 80%), následovaly fondy nizozemské se 60% podílem. Itálie a Španělsko měly podíl nižší než 10%. V České republice tvořila zahraniční aktiva v polovině roku 1999 více než třetinu majetku fondů. České fondy se tedy pohybovaly nad

evropským průměrem¹²³ (viz graf 3.12.). Podobný podíl zahraničních aktiv jako v ČR byl ve Velké Británii.

Graf 3.12. Podíl zahraničních aktiv v majetku fondů v roce 1998



Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

3.5.5. Pozice jednotlivých zemí

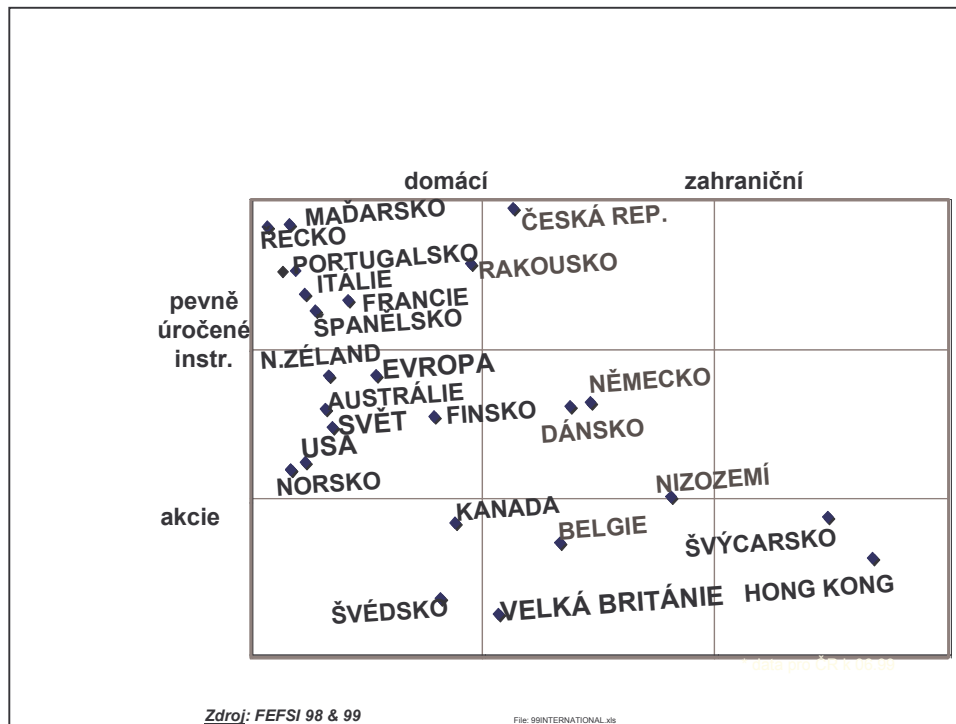
Spojením dvou diskutovaných hledisek investiční politiky fondů vznikne matice investičního zaměření fondů se zakreslenými pozicemi jednotlivých zemí v roce 1998 (viz graf 3.13.). Postavení zemí potvrzuje již zmíněné údaje. Na svislé ose je znázorněno, zda fond investuje více do akcií či pevně úročených instrumentů, na ose vodorovné je zakresleno, zda v portfoliu fondu převažují domácí nebo zahraniční aktiva. Krajní body představují nulový respektive stoprocentní podíl daných aktiv. Z matice vyplývá, že české fondy mají podobnou investiční strategii jako fondy v Rakousku. Dále je zřetelné, že průměrný evropský fond investuje více majetku do akcií a naopak méně do zahraničních aktiv než fondy v ČR. Ze sledovaných zemí má Česká republika největší podíl pevně úročených instrumentů¹²⁴,

¹²³ Vyšší podíl zahraničních aktiv v portfoliích českých fondů je zřejmě způsoben nedostatečným množstvím kvalitních cenných papírů na domácím trhu.

¹²⁴ Jedná se zřejmě o již zmíněný důsledek vysokého podílu fondů peněžního trhu a nutnost držet majetek právě transformovaných uzavřených fondů na OPF v likvidní formě.

za ČR následuje Maďarsko a Řecko (které však investují převážně do domácích aktiv).

Graf 3.13. Matice investičního zaměření



Pramen: Zurstrassen: *Evropský trh fondů*, 2000.

3.6. Výkonnost fondů

Výkonnost fondů lze posuzovat ze dvou hledisek. Za prvé (u běžných manažerských fondů) jako výkon corporate governance, potom je výkonnost fondu měřena na základě zlepšení finančního výkonu podniků v portfoliích fondů. Společnosti privatizované kuponovou metodou (a řízené ve většině případů privatizačními fondy) zpravidla nevykazovaly příznivé hospodářské výsledky. Tato skutečnost byla zapříčiněna mnoha již zmíněnými faktory. Druhým hlediskem posuzování výkonnosti je návratnost investice do samotného fondu, hodnotí se výsledek hospodaření s majetkem fondu, růst dividend, růst vlastního jmění, pokles nákladů, nárůst cen akcií respektive podílových listů. Tento způsob je užíván k hodnocení výkonnosti portfoliových fondů. Na českém trhu se postupně formovaly právě fondy portfoliové, proto je v této kapitole výkonnost českých a zahraničních fondů porovnávána z tohoto pohledu.

Pro analýzu výkonnosti jsou použita data poskytnutá Centrem informačních služeb Fond Shop. Vždy jsou porovnávány pouze fondy podobného investičního zaměření (jak z hlediska investičních instrumentů tak z hlediska regionálního). Je třeba zdůraznit, že české fondy nemají zatím natolik úzce definované investiční zaměření jako většina zahraničních fondů, proto nelze srovnávat výkonnost naprosto stejných typů fondů. Výsledek analýzy tedy není precizní, ale přesto se domnívám, že je vhodné zařadit toto srovnání výkonnosti mezi hlediska porovnání českých a evropských subjektů kolektivního investování. Závěry plynoucí z porovnání výkonnosti mohou i navzdory uvedeným nedostatkům ilustrovat pozici českých fondů ve srovnání s fondy zahraničními a případný potenciál jejich výkonnosti.

Pro porovnání s evropskými subjekty jsou použity údaje jen za OPF. U každé skupiny fondů podobného investičního zaměření je uveden příslušný index trhu, který slouží k odpovídajícímu srovnání. Úspěšně spravovaný fond by měl svou výkonností tento index dlouhodobě překonávat.¹²⁵ S výjimkou fondů peněžního trhu je vhodné uvádět průměrné roční výkonnosti za delší investiční období (viz Komunikační kodex UNIS ČR). Některé zahraniční fondy prezentované na českém trhu ve svých prospektech mají uvedeny dlouhodobé výkonnosti. Pro české fondy však bohužel nejsou ve většině případů tyto údaje k dispozici, vzhledem ke krátké historii těchto fondů. Proto jsou v analýze použity jen průměrné roční výkonnosti fondů. Na základě roční návratnosti investic však nelze přesně posoudit výkonnost fondu, protože investiční horizont fondu je většinou delší.¹²⁶

3.6.1. Faktory ovlivňující výkonnost

Výkonnost fondu závisí na stupni rizika, profesionalitě manažera portfolia, vhodném výběru nesprávně¹²⁷ ohodnocených cenných papírů, úspěšném časování trhu apod. Výnosnost investora fondu je navíc ovlivněna výší režijních a správních poplatků. Výkonnost manažera fondu závisí na nákladech fondu. Otevřené a uzavřené fondy mohou mít ve skutečnosti rozdílnou výnosnost, podle výše diskontu či prémie podílových listů (akcií) uzavřeného fondu. Důležité je správné prezentování výsledků fondů, aby potenciální i skuteční investoři obdrželi přesné informace.

¹²⁵ Fond však platí řadu nákladů, které snižují jeho výkonnost (daně, poplatek za obhospodařování, odměny obchodníkům, činnost auditora, a pod.).

¹²⁶ Vynikající výkonnost v jednom roce nemusí být založena na zdatnosti manažera portfolia fondu, ale jen na štěstí.

Stupeň rizika fondu většinou odpovídá investičnímu zaměření fondu, které je definováno v jeho statutu. Nižší riziko vede obecně k nižší výkonnosti. Správci portfolia fondu udržují specifikovanou rizikovou pozici. Velikost tržního rizika je měřena koeficientem beta, celkové riziko portfolia je určeno směrodatnou odchylkou. Z empirických studií fondů v USA vyplývá, že průměrný podílový fond udržuje výši rizika na zhruba stejné úrovni (*Sharpe, Alexander 1994, str.554-555*).

Všeobecná výnosnost podílových fondů je hodnocena porovnáním průměrné výnosnosti fondu s průměrnou výkonností vhodného benchmarku. Např. výnosnost portfolia kmenových akcií lze srovnat s výnosností vzorového portfolia vytvořeného kombinací akciového indexu a bezrizikového aktiva (pokladniční poukázky). Podíl rizikového a bezrizikového aktiva ve vzorovém portfoliu odpovídá stupni rizikovosti fondu.¹²⁸ Pro určení, zda fond „vítězí nad trhem“, se odečte průměrná výkonnost vzorového portfolia od průměrné výnosnosti fondu. Jestliže je riziko měřeno pomocí koeficientu beta, je tak získána ex post alfa fondu. Výkonnost fondu může být posuzována rovněž na základě přímého porovnání rizikově upravené míry výkonnosti nebo lze též použít jednoduchou lineární regresi (za předpokladu, že nadměrná výnosnost fondu je složena ze tří komponent: alfa portfolia fondu, prémie za riziko, náhodná chyba).

Výkonnost fondu může být rozdělena na dvě části: výkonnost založenou na vhodném výběru nesprávně ohodnocených cenných papírů a výkonnost založenou na úspěšném časování trhu. Časování trhu znamená přechod z jedné rizikové třídy do druhé ve vhodném čase.¹²⁹ Takový přechod provádí např. správce smíšeného fondu změnou poměru mezi akciemi a obligacemi. Úspěšné časování trhu stejně jako správný výběr cenných papírů vede ke dlouhodobé výkonnosti fondu.

Výnosnost, kterou obdrží investor fondu, je ovlivněna režijními a správními poplatky. Řada fondů účtuje poplatky při vstupu do fondu, některé fondy i při výstupu.¹³⁰ U fondů peněžního trhu, které dosahují nejnižších výnosů, jsou tyto poplatky zpravidla nejnižší (pohybují mezi nulou a dvěma procenty, ale mohou

¹²⁷ Podhodnocené cenné papíry (či cenné papíry s růstovým potenciálem) jsou vhodné k nákupu, nadhodnocené k prodeji.

¹²⁸ Pokud je beta fondu např. 0,8, je ve vzorovém portfoliu zastoupen akciový index 80% a pokladniční poukázky 20%.

¹²⁹ Předtím, než trh stoupá, je drženo portfolio s vysokým rizikem a předtím, než trh poklesne, je drženo portfolio s nízkým rizikem.

dosáhnout i pěti procent). Podobné poplatky jako fondy peněžního trhu mají i obligační fondy. Akciové fondy mohou při příznivém vývoji na akciovém trhu dosahovat výnosů desítek procent, proto jsou vstupní poplatky vyšší (okolo pěti až šesti procent, ale lze nalézt i fondy s nulovým vstupním poplatkem). Vyšší poplatky vybírají také smíšené fondy.

Na českém trhu fondů došlo v důsledku konkurenčního boje (mezi velkými bankovními investičními společnostmi o získání peněžních prostředků od investorů) k výraznému snížení uvedených poplatků. Často nejsou požadovány žádné poplatky.

Nepřímým nákladem investora je správní poplatek, který každoročně vybírá investiční společnost jako procento z objemu majetku obhospodařovaného fondu nebo ze zisku tohoto fondu. Podle zákona může výše poplatku za správu majetku fondu registrovaného v České republice činit maximálně 2% majetku fondu či 20% účetního zisku fondu. Výše odměny za správu fondu se liší rovněž podle typu fondu. U velkých fondů peněžního trhu se úplata investiční společnosti za jejich obhospodařování pohybuje okolo 1%. U zahraničních fondů jsou správní poplatky v rozmezí od 0,4% do 2%.¹³¹ (*Výnosy...*, HN 2000, str.2) Správní poplatek je nákladem fondu a promítá se do výše vlastního jmění (respektive jeho změny). Některé fondy mohou požadovat nulový vstupní poplatek a vysoký poplatek za správu či naopak.

V tabulce 3.6. jsou uvedeny české fondy s nejvyššími a nejnižšími poplatky.

Tabulka 3.6. Nejvyšší a nejnižší poplatky u českých podíl. fondů (v %)

Typ fondu	Název fondu	Vstupní	Výstupní	Správní
Akciový	Expandia mezin. akc. OPF	5,0	0,0	1,75
	SIS Sporotrend	0,0	0,0	2,00
Obligační	OB KVANTO globální	5,0	0,0	1,80
	1.IN IPB Dluhopisový	0,0	0,0	1,50
Smíšený	Pioneer Trust OPF	5,5	0,0	2,00
	Union vyvážený	0,0	0,0	1,75
Peněžního trhu	OB Kvantó Českomoravský	5,0	0,0	1,80
	SIS Sporoinvest	0,0	0,0	1,00

Pramen: HN 5.1.2000.

¹³⁰ Investorovi nakupujícímu podílové listy fondů je tento poplatek sražen z hodnoty vložených prostředků, příp. z vyplacených prostředků při odkupu.

¹³¹ Výjimkou jsou derivátové fondy, kde poplatky dosahují až šesti procent plus podíl na zisku.

Ze čtyř skupin fondů měly fondy spravované SIS nejnižší poplatky ve dvou skupinách, fondy pod správou O.B.Invest měly ve dvou skupinách nejvyšší poplatky. Údaje v tabulce potvrzují závislost výše správního poplatku na typu fondu. Správa akciových a smíšených fondů je nejdražší, správa obligačních fondů je méně nákladná, nejnižší poplatky za správu odvádějí fondy peněžního trhu¹³².

Výkonnost otevřených a uzavřených fondů je většinou odlišná. Výnosnost, kterou získá investor otevřeného fondu, odpovídá (až na výši poplatků) výkonnosti managementu fondu opírající se o hodnotu vlastního jmění (VJ). U uzavřených fondů je cena, za kterou investoři obchodují podílové listy (akcie) fondu určena sekundárním trhem. Pokud se výše této ceny pohybuje nad hodnotou VJ na jeden podílový list, jedná se o prodej či nákup s premií, jestliže je tomu naopak, je podílový list (PL) fondu obchodován s diskontem. Rozdíl mezi cenou PL a hodnotou VJ na jeden podílový list je zdrojem dodatečného rizika, ale i potenciální výnosnosti. Při očekávání snížení diskontů je nákup podílových listů uzavřených fondů výhodnou investicí s vyšší výnosností než u otevřeného fondu.¹³³ Riziko změny diskontu je možné rozložit držením podílových listů několika uzavřených fondů.¹³⁴ Jedním ze způsobů, jak dosáhnout u uzavřeného fondu špičkové výnosnosti, je jeho přeměna na otevřený fond - diskonty postupně zmizí, neboť podílové listy budou vráceny za hodnotu odpovídající výši vlastního jmění na jeden PL (po odečtení případné srážky při odkupu).

Jak bylo uvedeno v první části práce, byl tento způsob použit v České republice při řešení krize kolektivního investování. U uzavřených fondů připravujících se na otevření diskonty klesají (a ceny vzrůstají). V příloze 5 jsou uvedeny diskonty českých uzavřených fondů ke konci roku 1999. Diskont většiny uzavřených fondů se pohyboval pod hranicí stanovenou zákonem.

Zveřejňování výkonnosti fondů je důležitou informací pro investory. V Komunikačním kodexu UNIS ČR jsou stanovena pravidla jednotného a objektivního prezentování výsledků fondů. Každá prezentace výkonnosti fondu musí být doplněna poznámkou informující o tom, že předchozí výkonnost fondu

¹³² Pokud by fondy peněžního trhu měly vyšší poplatky, podílníkovi by se investice již zřejmě nevyplatila (vzhledem k nízké výkonnosti).

¹³³ Tato situace je nyní v ČR u uzavřených fondů, které se připravují na otevření.

¹³⁴ Výsledky empirických studií dat fondů v USA ukazují, že diskont různých uzavřených fondů se pohybuje společně, ale ne úplně (*Sharpe, Alexander 1994, str. 562*).

nezaručuje stejnou výkonnost v budoucím období. Hodnota investice a příjem z ní může stoupat i klesat a není zaručena plná návratnost původně investované částky. Dále musí být uvedeno informační minimum, tj. údaj o průměrné roční výkonnosti za období, jehož délka není kratší než odpovídající minimální investiční horizont fondu¹³⁵. Výkonnost za kratší období než jeden rok není dovoleno anualizovat¹³⁶. Výsledky za delší periody (od jednoho roku výše) je možné anualizovat. (*UNIS ČR: Dokumenty..., 2000, str.29-30*)

Z empirických studií výkonnosti fondů v USA vyplývá několik zajímavých závěrů. Průměrný fond za libovolné uvažované období významně nepřevyšoval výkonnost pasivního fondu (vzorového portfolia) se stejným rizikem.¹³⁷ Nebyla potvrzena existence většího počtu manažerů schopných zajistit dlouhodobě lepší výkonnost než pasivní portfolio se stejným rizikem. Jestliže byla velikost fondu měřena celkovými aktivy fondu, neměly (za jinak stejných okolností) velké fondy lepší výkonnost než malé fondy. Stejný závěr platil i pro velikost investičních společností spravujících dotyčné fondy. Výkonnost fondu byla v negativní souvislosti s obratem portfolia fondu. V průměru čím více bylo portfolio fondu revidováno, tím nižší byla jeho následná výkonnost. Nižší výkonnost byla důsledkem vysokých transakčních nákladů častých revizí portfolia. Fondy s režijními poplatky neměly za jinak stejných okolností vyšší výkonnost než fondy bez režijních poplatků. (*Sharpe, Alexander 1994, str.560-561*)

3.6.2. Výpočet výkonnosti

Ekonomická teorie definuje výnosnost podílového fondu za dané období (r_t) jako součet změny čisté hodnoty aktiv (NAV)¹³⁸, příjmů (I) a kapitálových zisků (G) za toto období dělený celkovou čistou hodnotou aktiv na počátku daného období:

$$r_t = \{(NAV_t - NAV_{t-1}) + I_t + G_t\} / NAV_{t-1}$$

Takto určenou výnosnost fondu lze použít k ohodnocení výkonnosti manažera portfolia podílového fondu, neboť odráží výsledky manažerových investičních rozhodnutí. Tato výnosnost však nemusí být totožná s výnosností, kterou získají

¹³⁵ Pro akciový fond je povinná informace za období 5 let, pro smíšený fond za 3 roky, pro obligační fond za 2 roky a pro fond peněžního trhu o absolutní výkonnosti za 6 měsíců. Je-li historie fondu kratší, uvádí se údaj od jeho založení.

¹³⁶ Fondy peněžního trhu mohou výkonnost za kratší období než jeden rok anualizovat s tím, že musí být současně uvedena výkonnost absolutní i anualizovaná. Tyto fondy prakticky nemají tržní riziko, rostou tempem odpovídajícím aktuálním úrokům, proto přepočítávání na roční výkonnost nezpůsobí zásadní chybu.

¹³⁷ Samotná výkonnost trhu je dána průměrnou výkonností všech investorů.

klienti fondu, protože výnosnost podílníků je snížena o vstupní (případně i výstupní) poplatek (P). Výnosnost investora lze spočítat odečtením vstupního poplatku (zaplaceného podílníkem fondu) od čisté hodnoty aktiv na počátku daného období (NAV_{t-1}), protože správce portfolia obdržel objem aktiv snížený o výši tohoto poplatku.¹³⁹

$$r_t = \{(NAV_t - [NAV_{t-1} - P]) + I_t + G_t\} / [NAV_{t-1} - P]$$

Přičtením nákladů fondu¹⁴⁰ k výnosnosti fondu je možné získat odhad o jeho hrubé výkonnosti (výkonnosti za předpokladu nulových výdajů fondu).¹⁴¹ Hrubou výkonnost fondu spočteme přičtením nákladů na akcii (N) k čitateli uvedeného vzorce. Náklady fondu se rovněž odrážejí v kursu podílových listů (akcií) fondu.

$$r_t = \{(NAV_t - NAV_{t-1}) + I_t + G_t + N\} / NAV_{t-1}$$

(Sharpe, Alexander 1994, str. 553, 559-560)

Unie investičních společností ČR stanovuje výkonnost fondu a výkonnost pro podílníka. Výkonnost fondu od založení tohoto fondu měří procentuální výši zhodnocení vlastního jmění na podílový list od samého počátku existence fondu do aktuálního data. Při výpočtu se nezohledňuje přírážka k hodnotě PL při prodeji podílových listů ani srážka z hodnoty podílového listu při zpětném odkupu podílových listů. Hrubé dividendy jsou reinvestovány za kurz podílového listu platný v den následující po odečtu dividend.

Výkonnost od založení fondu pro podílníka měří procentuální výši zhodnocení prostředků podílníka za předpokladu, že investoval do fondu na samém počátku jeho existence a odprodal podílové listy zpět k aktuálnímu datu. Při výpočtu se zohledňuje přírážka k hodnotě PL při prodeji podílových listů a srážka z hodnoty PL při zpětném odkupu podílových listů a tím se jednorázově snižuje procentní výše zhodnocení prostředků podílníka. Při výpočtu se bere v úvahu maximální výše přírážky a srážky dle statutu fondu. Čisté dividendy (dividendy po zdanění) jsou reinvestovány za kurz podílového listu platný v den první možné výplaty dividend podílníkovi.

¹³⁸ U českých fondů odpovídá NAV hodnotě vlastního jmění fondu.

¹³⁹ V případě výstupního poplatku by měla být výše tohoto poplatku odečtena od objemu prostředků vyplaceného investorovi fondem.

¹⁴⁰ Jedná se zejména o správní poplatky, administrativní výdaje, daňové náklady, poplatky za audit, odměny pro obchodníky a další transakční náklady.

¹⁴¹ Podle závěrů empirické studie, porovnávající ex post alfa fondu založené na čisté výkonnosti a ex post alfa založené na hrubé výkonnosti fondů v USA, nebyly schopnosti manažerů dostatečné na úhradu transakčních nákladů, které vzniknou najmutím těchto manažerů a prováděním jejich tržních pokynů (*Sharpe, Alexander 1994, str. 560*).

Výkonnost pro fond mladší než jeden rok se neannualizuje, pro fondy starší než jeden rok je výkonnost annualizována. Výkonnost může být počítána i pro určité období. Vzorce výpočtů jsou uvedeny v příloze 6. (*UNIS ČR: Statistické údaje, <http://www.uniscr.cz>*.)

Centrum investičních služeb Fond Shop definuje výkonnost fondu jako skutečnou celkovou procentuální návratnost za dané období vypočtenou z prodejních cen, ve kterých jsou zahrnuty případné nákupní přírážky u OPF a případné reinvestované hrubé výnosy nebo dividendy vyplacené podílníkům či akcionářům. U fondů s historickou řadou delší než jeden rok je uváděna annualizovaná procentuální výkonnost (výkonnost od vzniku). (*Centrum inv. služeb: Fond Shop 2000, str.11*)

3.6.3. Porovnání výkonnosti

Ke srovnání výkonnosti jsou použity údaje českých OPF (zde jsou zahrnuty i fondy založené českými subjekty ale podle lucemburských předpisů jako např. fondy společnosti ING IM či IS Wood Funds) a fondů registrovaných v Německu (mezi těmito subjekty jsou zahrnuty jednak fondy se sídlem v Německu a jednak fondy založené v jiných evropských zemích ale registrované v Německu).¹⁴² Podle investičního zaměření jsou fondy rozděleny do několika skupin. U každé skupiny je uvedeno pět¹⁴³ fondů s nejvyšší roční návratností investovaných aktiv ke konci roku 1999.¹⁴⁴ Fondy s kratší historií než jeden rok nebyly zahrnuty do výběru. Návratnost investice je vyjádřena v českých korunách. Podle typu aktiv jsou fondy rozděleny na akciové, obligační a smíšené.¹⁴⁵ Co se týče regionálního zaměření fondu, české fondy jsou rozlišovány jen na domácí a globální. Zatímco u zahraničních fondů je velice úzce a podrobně definováno regionální, případně sektorové zaměření. Proto je srovnávána návratnost zahraničních fondů s regionálním zaměřením svět a globálních českých fondů. Zahraničních fondů, které by byly soustředěny výlučně na investice do ČR je zřejmě velmi málo, proto není uveden zahraniční ekvivalent domácích českých fondů. Návratnost českých fondů orientovaných na domácí trh je

¹⁴² V databázi Centra investičních služeb Fond Shop jsou uvedeny jen fondy, které dobrovolně zasílají své výsledky.

¹⁴³ Skupiny českých akciových fondů obsahují méně než pět fondů v důsledku nedostatečného zastoupení dané skupiny na našem trhu.

¹⁴⁴ Jedná se o procentuální výši zhodnocení prostředků podílníka za předpokladu, že investoval do daného fondu 100 Kč ke 31.12.1998 a 31.12.1999 odprodal podílové listy zpět fondu.

¹⁴⁵ Údaje pro zahraniční fondy peněžního trhu nebyly k dispozici.

zaznamenána pro srovnání s návratností globálních českých fondů.¹⁴⁶ Porovnání návratnosti fondů s indexem příslušného trhu je pouze přibližné, protože u jednotlivých fondů není stanoven stupeň rizika.¹⁴⁷

Nejúspěšnějším zahraničním akciovým fondům se podařilo v roce 1999 překonat akciový světový index MSCI World (viz tabulka 3.7.). V tabulce 3.8. jsou uvedeny zahraniční akciové fondy zaměřené na investice do malých a středních firem, první čtyři fondy dosáhly zhruba trojnásobku návratnosti indexu MSCI World. Globální české akciové fondy měly v tomto roce podstatně nižší návratnost investic (viz tabulka 3.9.) než fondy zahraniční a nepřekonal návratnost uvedeného indexu. Dva ze tří domácích českých akciových fondů dosáhly vyšší návratnosti než index českého akciového trhu PX50 (viz tabulka 3.10.). Z českých fondů měly vyšší návratnost fondy domácí než fondy globální, přestože cenový nárůst světového akciového indexu byl téměř dvojnásobný než nárůst indexu PX50.¹⁴⁸

Tabulka 3.7. Zahraniční akciové fondy s regionálním zaměřením svět

Název fondu	Výkonnost	Správce
GAMAX MAXI-FONDS INT. A	119,77	GAMAX
DT. VERMÖGENSBILD. FONDS I	110,82	DVG
DIREKTFONDS WELT AKTIEN MI	107,51	METZLER INVEST
INTERVEST DWS	93,55	DWS
CL GLOBAL GROWTH FUND C	90,67	CREDIT LYONNAIS A.M.
Index: MSCI World		47,75

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.8. Zahr. akciové fondy s regionálním zaměřením svět – střední a malé firmy

Název fondu	Výkonnost	Správce
UNIDYNAMICFONDS: GLOBAL	151,69	UNION-LUX
INVESCO GT GL. ENTERPRISE A	151,41	INVESCO (IRL)
DAC-FONDS UI	141,27	UNIVERSAL
MERCURY GLOBAL OPPORTUN.	133,26	MERCURY
ACTIVEST WELT POTENTIAL	50,47	ACTIVEST

¹⁴⁶ V příloze 7 jsou uvedeny české OPF peněžního trhu s nejvyšší výnosností, čtyři nejlepší fondy měly výnosnost srovnatelnou s nejlepšími českými obligačními fondy. (Výnosnost fondů peněžního trhu je uvedena bez započtení vstupních a výstupních poplatků – tyto poplatky jsou však u fondů peněžního trhu často velmi nízké či nulové.)

¹⁴⁷ Pokud by fondy měly ve svém portfoliu zahrnuty i bezrizikové cenné papíry, bylo by jejich riziko nižší než riziko indexu příslušného trhu (nejsou použity kombinace indexu trhu s bezrizikových aktivem). Tedy i návratnost fondu by mohla být vyšší než návratnost indexu.

¹⁴⁸ Vzhledem k ne příliš vyhraněné investiční politice českých fondů může být portfolio domácích a globálních fondů tvořeno podobnými tituly, proto nemusí být regionální zaměření výrazným faktorem výkonnosti fondu.

Index: MSCI World	47,75
--------------------------	--------------

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.9. České akciové fondy globální

Název fondu	Výkonnost	Správce
AKRO – SVĚT	24,03	AKRO IS
MEZ. AKCIOVÝ FOND	22,47	EXPANDIA
OB KVANTO SVĚT	19,37	O. B. INVEST
SPOROTREND	8,46	SIS
Index: MSCI World		47,75

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.10. České akciové fondy domácí

Název fondu	Výkonnost	Správce
IPB AKCIOVÝ	39,87	PRVNÍ INVESTIČNÍ
ING INT. CZECH EQUITY	28,86	ING INV. MAN. CR
RŮSTOVÝ OPF AKCIÍ	17,05	CITICORP
Index: PX50		24,23

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Ve skupině obligačních fondů byly menší rozdíly v návratnosti českých a zahraničních fondů než ve skupině fondů akciových (viz tabulky 3.11. a 3.12.).¹⁴⁹ Zahraniční fondy i čtyři z pěti českých fondů překonaly návratnost indexu světového trhu dluhopisů JP Morgan Global Bench. Zahraniční fondy měly vyšší návratnost investic než fondy české. Nejlepší český fond zaměřený na domácí trh dosáhl vyšší návratnosti než globální české fondy (viz tabulka 3.13.) a pouze tento jeden fond překonal index českého trhu obligací¹⁵⁰. Je důležité poznamenat, že nejlepší domácí obligační fond ING INT. Czech Bond je založen podle lucemburských zákonů a nepodléhá proto stejnému zdanění ani regulaci jako ostatní české fondy. Tato skutečnost zřejmě přispěla k tomu, že výše návratnosti tohoto fondu téměř dvojnásobně překonala návratnosti dalších nejlepších českých obligačních fondů zaměřených na domácí trh.¹⁵¹

¹⁴⁹ Tato skutečnost je zřejmě dána nižší rizikovostí fondů investujících do dluhopisů, tedy i jejich nižšími výnosy. Nevznikají zde takové rozdíly mezi výnosy jednotlivých fondů jako u fondů akciových.

¹⁵⁰ Index českého trhu dluhopisů PBICS 100 měl vyšší návratnost než index světového trhu obligací.

¹⁵¹ Fond založený podle lucemburské úpravy figuroval i ve skupině domácích akciových fondů, přesto se fondu IPB akciový podařilo překonat zmíněné daňové a regulační znevýhodnění a dosáhnout vyšší návratnosti investic

Tabulka 3.11. Zahraniční obligační fondy s regionálním zaměřením svět

Název fondu	Výkonnost	Správce
MERCURY \$ GLOBAL BOND	17,31	MERCURY
FIDELITY INTERNAT. BOND	15,60	FIDELITY
ADIREWA	13,19	ADIG
ADIGLOBAL	12,71	ADIG
DWS INTER. RENTEN TYP O	12,16	DWS
Index: JP Morgan Global Bench		5,4

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.12. České obligační fondy globální

Název fondu	Výkonnost	Správce
BONDINVEST	10,66	SIS
SPOROBOND	8,88	SIS
OB KVANTO GL. LIST.	8,11	O. B. INVEST
OB KVANTO GLOBÁLNÍ	6,32	O. B. INVEST
KOSÍŘ	2,04	NEWTON IS
Index: JP Morgan Global Bench		5,4

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.13. České obligační fondy domácí

Název fondu	Výkonnost	Správce
ING INT. – CZECH BOND	12,00	ING INV. MAN. CR
IKS DLUHOPISOVÝ	6,40	IKS KB
IKS EUROBONDOVÝ	6,03	IKS KB
RŮST. OPF DLUHOPISŮ	6,01	CITICORP
CS – DLUHOPISOVÝ	4,58	CREDIT SUISSE AM
Index: PBICS 100		8,62

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Návratnost nejlepších globálních smíšených fondů byla mírně nižší než světového akciového indexu a výrazně převyšovala index světového trhu dluhopisů. Návratnost zahraničních a českých smíšených fondů byla téměř srovnatelná (viz tabulky 3.14. a 3.15.) Fondy na prvních dvou místech českého žebříčku by se zařadily na čtvrtou a pátou pozici mezi nejlepšími zahraničními fondy. S výjimkou nejúspěšnějšího fondu byla návratnost domácích českých smíšených fondů nižší než globálních českých smíšených fondů (viz tabulka 3.16.).

než dosáhl lucemburský fond. Podobně u výkonnosti OPF peněžního trhu (viz příloha 7) se nejvýnosnějším fondu Sporinvest podařilo překonat lucemburský fond (Čes. fond pen. trhu ING).

Tabulka 3.14. Zahraniční smíšené fondy s regionálním zaměřením svět

Název fondu	Výkonnost	Správce
MERCURY USD GL. BALANCED	41,35	MERCURY
GLOBAL FUND SELECT. GROWTH	40,99	C – QUADRAT
ACTIVEST VORSORGE FONDS	40,27	ACTIVEST
TEMPLETON GLOBAL BALANCED	31,62	TEMPLETON (LUX)
VON ERNST CSF FUND	30,81	VON ERNST
Index: MSCI World		47,75
Index: JP Morgan Global Bench		5,4

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.15. České smíšené fondy globální

Název fondu	Výkonnost	Správce
ALPHA-EFFECT	36,40	KIS
FOND MAJETKU	34,14	PRVNÍ INVESTIČNÍ
AG 21 FOND	27,32	INVESTAGE
PIONEER TRUST	24,19	PIONEER
FOND PROSPERITY	22,22	PRVNÍ INVESTIČNÍ
Index: MSCI World		47,75
Index: JP Morgan Global Bench		5,4

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Tabulka 3.16. České smíšené fondy domácí

Název fondu	Výkonnost	Správce
PROSPERITA	29,00	D. S. INVEST ¹⁵²
FOND ZAR. ODKUPŮ	17,31	PRVNÍ INVESTIČNÍ
FOND PLUS	12,16	IS PB ¹⁵³
IPB VÝNOSOVÝ	11,50	PRVNÍ INVESTIČNÍ
IKS PLUS BALANCOVANÝ	9,11	IKS KB
Index: PX50		24,23
Index: PBICS 100		8,62

Pramen: Centrum investičních služeb Fond Shop.

Roční návratnost vybraných evropských fondů byla ke konci roku 1999 celkově vyšší než návratnost fondů českých. Největší rozdíly byly zaznamenány u výkonnosti akciových fondů. Ve skupině smíšených fondů byla návratnost českých a zahraničních fondů srovnatelná. Evropské akciové i obligační fondy překonaly

¹⁵² V současné době je fond Prosperita spravován investiční společností J&T Asset Management.

¹⁵³ V současné době je fond Plus obhospodařován IS NEWTON Investment.

návratnost indexu příslušného trhu. Z českých globálních fondů měly vyšší návratnost než trh pouze obligační fondy.¹⁵⁴

Vzhledem k malé velikosti a rozvinutosti českého trhu fondů a rozdílnému pojetí investičního zaměření jsou výsledky srovnání návratnosti českých a zahraničních fondů těžko použitelné. V porovnání s ostatními evropskými zeměmi je v ČR velmi málo akciových fondů. Podobná situace je i fondů obligačních. Mezi vyšším počtem fondů je samozřejmě i více velmi úspěšných fondů. Smíšené fondy naopak zaujímají v ČR značný podíl trhu kolektivního investování (v porovnání s ostatními zeměmi Evropy). To je zřejmě jeden z důvodů, proč české smíšené fondy téměř konkurovaly návratností investic fondům zahraničním.

České fondy nemají úzce zaměřenou investiční politiku jako fondy zahraniční. Globální české fondy nemusí investovat většinu prostředků do zahraničních cenných papírů, v některých globálních fondech převažují české cenné papíry. U zahraničních fondů zaměřených na svět je možné předpokládat, že v jejich portfoliu nebudou výrazně zastoupeny české cenné papíry. Zde tedy vzniká rozdíl v investičním zaměření. V roce 1999 vrostl světový akciový index dvojnásobně než index PX50. Pokud většina českých globálních fondů držela ve svém portfoliu vyšší podíl českých akciových titulů, je zřejmé, že tyto fondy dosáhly nižší návratnosti než fondy zahraniční.¹⁵⁵

České subjekty kolektivního investování se zřejmě budou v průběhu dalšího vývoje více profilovat ohledně zaměření investiční politiky (jako fondy zahraniční). Z uvedeného srovnání vyplývá, že fondy v České republice mají prostor pro zvyšování výkonnosti. Největší potenciál růstu výkonnosti spočívá v oblasti akciových fondů, současně lze očekávat celkové zvýšení podílu akciových fondů na českém trhu kolektivního investování.

¹⁵⁴ České globální obligační fondy mají často uloženu podstatnou část majetku v domácích dluhopisech. K překonání světového indexu tedy jistě přispěl příznivý vývoj na českém trhu dluhopisů v průběhu roku 1999 (ovlivněný poklesem inflace).

¹⁵⁵ U fondů obligačních byla převaha českých dluhopisů v portfoliu fondu naopak výhodou, protože index českého trhu dluhopisů byl v roce 1999 vyšší než index světového trhu dluhopisů.

4. ZÁVĚR

Sektor kolektivního investování se začal v České republice rozvíjet v rámci přechodu našeho hospodářství k tržní ekonomice. Na počátku bylo v ČR nestandardní prostředí oblasti kolektivního investování – velmi vzdálené od forem obvyklých ve vyspělých zemích. Řada fondů byla založena na základě provizorních vyhlášek, nedostatečná právní úprava vzniku a činnosti fondů vedla později k nežádoucímu jednání fondů. Subjekty kolektivního investování (investiční a podílové fondy) byly nejdříve většinou občanů chápány jen jako součást kuponové privatizace. Postupně se zde rozvinuly dvě odlišné skupiny fondů: specifické privatizační fondy a standardní korunové fondy.

Privatizační fondy vznikly pro potřeby kuponové privatizace a získaly většinu majetku privatizovaného touto metodou, jako vlastníci privatizovaných podniků však většinou nevykonávaly efektivní corporate governance. Kuponové fondy vznikly spojením dvou různých typů fondů: manažerského a portfoliového. Konflikt těchto rolí byl jednou z příčin nežádoucího chování privatizačních fondů, které podlomilo křehkou důvěru investorů. Vyvrcholením nestandardního chování se stala bezprecedentní přeměna řady investičních fondů na holdingy. Privatizační fondy byly výrazně odlišné od standardních subjektů kolektivního investování. Tyto fondy bude možné považovat za běžné subjekty kolektivního investování tehdy, až v důsledku kultivace trhu a otevírání uzavřených fondů ztratí veškeré své specifické rysy.

Vedle privatizačních fondů se na českém trhu kolektivního investování rozvíjely také klasické korunové fondy. Zpočátku byly zcela zastíněny převahou privatizačních fondů, po ukončení kuponové privatizace bránil širšímu rozvoji korunových fondů všeobecný nedostatek důvěry v celý sektor fondů.

Zmíněná nedůvěra vyústila v roce 1996 v krizi kolektivního investování. Hlavní příčinou této krize byl všeobecný nedostatek etických principů a pravidel v procesu transformace, umocněný neadekvátní zákonnou úpravou činnosti fondů a nedostatečným dozorem nad jejich podnikáním. Správci fondů často zneužili důvěry investorů.

Na krizi kolektivního investování a ztrátu důvěry reagovaly novely zákonů, ošetřujících danou oblast. V roce 1998 byla ustavena Komise pro cenné papíry vykonávající dozor nad kapitálovým trhem a všemi jeho aktéry (tedy i subjekty kolektivního investování). Krize podnítila rovněž zavedení principů samoregulace.

Unie investičních společností ČR zprostředkovala nezbytné informace a zavedla dobrovolné kodexy a pravidla chování, která jsou téměř shodná se standardy evropského trhu.

Sektor kolektivního investování tak překonal krizi a postupně začala růst důvěra investorů. V důsledku kultivace začal od roku 1997 narůstat objem peněžních prostředků vložených do korunových fondů, největší zájem byl o fondy peněžního trhu. Na českém trhu začaly působit i zahraniční subjekty.

Trh fondů byl očištěn, nejprve výsledkem přeměny investičních fondů na holdingy, poté prověřováním licencí investičních společností Komisí pro cenné papíry a otevíráním uzavřených fondů. Na trhu probíhala také přirozená koncentrace (sloučení a splynutí fondů) a špatně spravované fondy zanikaly. V následujících letech bude převážná většina subjektů kolektivního investování v ČR tvořena standardními otevřenými podílovými fondy. Uzavřené podílové fondy a investiční fondy (založené před polovinou roku 1998) budou do konce roku 2002 přeměněny na otevřené podílové fondy.

Právní a institucionální rámec byl dotvářen a opravován tak, aby eliminoval problémy a nežádoucí jevy, které se vyskytly v průběhu sledovaného vývoje. Prostředí kolektivního investování se tímto způsobem postupně formuje do podoby, která je obvyklá ve vyspělých zemích Evropy. Integrace na evropský trh vyžaduje úplnou kompatibilitu zákonných úprav. Nový zákon o kolektivním investování by měl plně odpovídat nárokům evropské směrnice upravující oblast kolektivního investování.

O překonání krize a nedůvěry svědčí nárůst prostředků vložených do majetku fondů. Ke konci roku 1999 spravovaly fondy v ČR celkově zhruba 114 mld.Kč. Hlavními konkurenty fondů při získávání peněžních prostředků od drobných investorů jsou banky, stavební spořitelny a penzijní fondy. Podíl fondů na trhu úspor vzrostl v průběhu roku 1999 z necelých 2% na téměř 5%. Investiční společnosti si již získaly důvěru investorů, hlavní úlohu zde zřejmě sehrály fondy peněžního trhu (zejména Sporinvest), které nabízejí nízké riziko, vysokou likviditu a solidní výnos.

Domnívám se, že právě nízká rizikovost investic do fondů peněžního trhu byla rozhodujícím činitelem přesunu části úspor z bankovních vkladů do těchto fondů. V budoucnosti lze očekávat postupný nárůst zájmu také o ostatní typy fondů, které

nabízejí vyšší výnosy, při vyšším riziku. Investoři začínají vnímat riziko jiným způsobem a zároveň se pozvolna mění vztah lidí k vlastní budoucnosti¹⁵⁶. V celé naší společnosti se mění váha mezi kolektivismem a individualismem. Tato změna přibližuje naši společnost k uspořádání vyspělé západní společnosti a zvyšuje tak vnitřní kompatibilitu systému naší společnosti se systémy západní Evropy.

A jaké pozice zaujímají české fondy před připravovaným vstupem na trh Evropské unie v porovnání se subjekty tohoto trhu?

Na evropském trhu kolektivního investování převažují subjekty typu UCITS, které odpovídají současným českým otevřeným podílovým fondům. Podíl UCITS (včetně fondů peněžního trhu) na celkovém majetku fondů v Evropě je vyšší než podíl OPF v České republice. Lze tedy předpokládat, že na českém trhu bude pokračovat nárůst majetku otevřených podílových fondů na úkor ostatních typů subjektů. K nárůstu OPF samozřejmě přispěje i proces otevírání uzavřených fondů.

Právní úprava oblasti kolektivního investování v ČR již téměř splňuje požadavky evropských směrnic. V rámci harmonizace českého zákona s evropským vymezením je nezbytné eliminovat rozdíly, které doposud přetrvávají. Jedná se zejména o stanovení regulace investiční politiky, vymezení role depozitáře a zavedení regulace zahraničních fondů v souladu se směrnicí EU. Pro stávající české subjekty kolektivního investování by rovněž měla být zavedena taková označení, jaká odpovídají evropské úpravě.

Analýza daňového zatížení oblasti kolektivního investování v ČR a v ostatních evropských zemích ukazuje vysoké zdanění českého sektoru fondů vzhledem k ostatním zemím. Nerovné daňové postavení vede ke znevýhodnění českých subjektů vůči zahraničním fondům, které podnikají v ČR. V rámci přípravy integrace na evropský trh by měly být přiblíženy daňové podmínky českých a zahraničních subjektů kolektivního investování.

Majetek spravovaný českými otevřenými podílovými fondy je v evropském měřítku velmi nízký. ČR patří mezi země FEFSI s nejnižším objemem majetku fondů. Majetek českých fondů přepočtený na počet obyvatel byl v roce 1998 v průměru 110krát menší než majetek evropských fondů a podíl aktiv fondů na HDP byl u ČR asi 30krát nižší než u evropských zemí. Evropské fondy byly v roce 1998 v průměru

¹⁵⁶ Např. zajištění prostředků pro důchodový věk (při současném nedostačujícím systému penzí).

přibližně šestkrát větší než fondy v ČR v roce 1999. OPF v ČR mají tedy značný růstový potenciál objemu spravovaného majetku.

Majetek českých OPF vykázal v roce 1999 v evropském srovnání rekordní růst (216%). Pokud porovnáme pozice jednotlivých zemí v závislosti na objemu majetku fondů a míře růstu tohoto majetku, zaujímá ČR postavení nového rozvíjejícího se trhu s nízkým (podprůměrným) objemem aktiv fondů a zároveň velmi vysokým (nadprůměrným) růstem těchto aktiv. V průběhu budoucího vývoje lze zřejmě předpokládat další vysoký nárůst majetku českých fondů.

Podíl majetku otevřených podílových fondů na finančních aktivech domácností byl v roce 1999 v ČR nejnižší ze sledovaných zemí. V zemích Evropské unie je ve fondech uložena zhruba čtvrtina objemu prostředků vložených do bank. Lze tedy očekávat, že podíl fondů na trhu úspor v budoucnosti dále poroste.

Fondy peněžního trhu a smíšené fondy zaujímaly v České republice ke konci roku 1999 největší část trhu kolektivního investování. V Evropě je naopak v průměru investováno nejvíce do fondů akciových a obligačních, přičemž podíl akciových fondů vykazuje rostoucí trend. V budoucnosti dojde v ČR pravděpodobně k postupnému snižování podílů fondů peněžního trhu a smíšených fondů a růstu podílů fondů obligačních a akciových. Podobným vývojem prošel evropský trh fondů během devadesátých let. Investoři nejdříve preferují jistý a bezpečný výnos (i za cenu nižšího zhodnocení). Růstový potenciál českých akciových fondů vzhledem k evropskému průměru představuje 65-násobek současného stavu, u českých obligačních fondů necelý trojnásobek. Zvláštním rysem českého sektoru fondů je velmi vysoký podíl smíšených fondů, který je v podstatě dědictvím kuponové privatizace. Podíl smíšených fondů v naší zemi je nejvyšší ze sledovaných evropských zemí. Důsledkem procesu otevírání uzavřených fondů bude zřejmě podíl smíšených fondů ještě mírně narůstat.

Z celkového porovnání investičního zaměření fondů v Evropě vyplývá, že české otevřené podílové fondy investují do zahraničních aktiv více majetku než evropské fondy a do akcií podstatně méně. Investiční politika českých fondů byla nejvíce podobná investičnímu zaměření fondů v Rakousku. ČR měla ze sledovaných zemí nejvyšší podíl pevně úročených instrumentů. Tato skutečnost je způsobena vysokým podílem fondů peněžního trhu a přípravou uzavřených fondů na otevření. České fondy nemají zatím natolik úzce vymezené regionální a sektorové investiční

zaměření jako fondy zahraniční, také nejsou na českém trhu výrazně zastoupeny indexové fondy a fondy fondů. Je tedy možné předpokládat, že i české fondy budou postupně více specializovat svou investiční politiku.

Roční návratnost investice do vybraných evropských otevřených podílových fondů byla ke konci roku 1999 celkově vyšší než návratnost fondů českých. Největší rozdíly byly zaznamenány u fondů akciových, zatímco ve skupině smíšených fondů české fondy téměř konkurovaly fondům zahraničním. Vzhledem k nízké rozvinutosti českého trhu fondů a rozdílnému pojetí investičního zaměření fondů jsou výsledky srovnání návratnosti českých a zahraničních fondů jen obtížně použitelné.

Majetek vložený do otevřených podílových fondů celosvětově vzrůstá. Lidé svěřují své úspory do správy fondů z několika důvodů. Prvním je důvěra investorů v efektivní kontrolu a profesionální správu majetku. Dalším faktorem je růst individuální zodpovědnosti za vlastní finanční budoucnost. Třetím důvodem je nabídka různých finančních příležitostí a možností investování. Tyto motivační faktory snad již začaly působit i v České republice. „*Klíčem k úspěchu fondu je distribuce a znalost investiční veřejnosti...Jde o znalost kultury, lidí, infrastruktury, jazyka.*“ (Zurstrassen: *Popularita fondů...*, 2000, str.38) Důležité je zachovat rovné investiční příležitosti všem investorům na všech trzích. Soukromý investor také potřebuje jasnější informace a lepší vzdělání v oblasti produktů trhu kolektivního investování.

Ukázkovým příkladem úspěchu odvětví fondů je Lucembursko, v jakých aspektech by se mohla ČR inspirovat? Za prvé má Lucembursko vynikající právní rámec otevřený inovaci a tržnímu vývoji, důležitá je vysoká flexibilita (respektování investiční veřejnosti a nových produktů trhu). Za druhé existují v Lucembursku formální i neformální orgány a subjekty založené ve spolupráci s vládou, s orgány dozoru nad kapitálovým trhem a s distributory fondů, které spolupracují a diskutují spolu a mohou tak velmi rychle reagovat na potřeby trhu. Základem všeho je podle slov P. Zurstrassena dostatek přizpůsobivosti a umírněná regulace.

Ze srovnání českých a evropských subjektů kolektivního investování vyplývá, že v naší zemi je značně velký prostor pro další rozvoj tohoto odvětví. Výše byly uvedeny některé potenciály růstu českých fondů. Tyto benchmarky vycházejí ze srovnání s evropským průměrem. Po dosažení tohoto průměru může časem růst odvětví kolektivního investování v České republice i dále. Rozvoj českého sektoru

fondů je však podmíněn mnoha faktory: ozdravením a růstem ekonomiky, vytvořením moderního právního prostředí s adekvátní regulací, stanovením neutrálních daňových podmínek pro investování do fondů a pro ostatní formy investování, adekvátní činnosti profesionální organizace se samoregulací, spoluprací regulátorů a profesionálů při efektivním a rychlém přizpůsobování se vývoji trhů a inovacím, funkčností kapitálového trhu a zejména chováním fondů respektive jejich správců (informační otevřeností a transparentností jejich aktivit). Nejdůležitější podmínkou dalšího rozvoje kolektivního investování v České republice je však důvěra potenciálních investorů, která musí být neustále podporována a udržována všemi dostupnými prostředky. Podstatným činitelem je ale i změna chování občanů-investorů, která vyžaduje určitý čas.

Subjekty kolektivního investování plní důležité funkce finančních zprostředkovatelů a podílejí se na efektivní alokaci finančních prostředků v ekonomickém systému země. Správná činnost těchto subjektů je významným předpokladem fungování tržní ekonomiky. Proto doufám, že i v České republice budou fondy co nejdříve standardně plnit tuto funkci (a budou mít vytvořeny adekvátní podmínky).

5. POUŽITÁ LITERATURA

- Brabec, J.: Jak obnovit důvěru, Ekonom 49/1997.
- Brabec, J.: Principy samoregulace UNIS ČR a budoucnost kolektivního investování v ČR, Finance a úvěr 10/1998.
- Brabec, J.: Občané si musí na fondy zvyknout, HN 2.11.1999.
- Brabec, J.: Fondy v České republice 1993-99 (přednáška), 10 let finančních služeb v ČR, Praha 7.12.1999.
- Brabec, J.: Informační povinnost: Snaha by byla, The Prague Tribune N 53 - prosinec 1999.
- Centrum informačních služeb Fond Shop: Vysvětlivky a legenda k tabulkám a grafům, Fond Shop 6/2000.
- Centrum informačních služeb Fond Shop: zprostředkování údajů o návratnostech fondů.
- Čapek, J., Kunc. P.: Analýza zdaňování investičních a podílových fondů v České republice po novele, Zvláštní zpravodaj finanční a daňové komise UNIS ČR č.10, 1997.
- ČNB: Bankovní a finanční sektor v České republice, prosinec 1996 a prosinec 1997.
- ČNB: Přehled rozvoje finančního sektoru v ČR, prosinec 1998 a září 1999.
- ČSÚ: Statistická ročenka ČR 99.
- Drahotský, D.: Čas fondů teprve přichází, Kapitál leden 2000.
- EBRD: Transition Report 1995: Investment and Enterprise Development, European Bank for Reconstruction and Development 1995.
- Fichtner, V.: Stav a perspektivy vývoje odvětví fondů v České republice (přednáška), Praha 14.2.2000.
- FEFSI: A FEFSI SURVEY: Taxation of UCITS: The Principles, 1999 Update.
- FEFSI: statistika FEFSI za 3.Q/1999 (zprostředkována UNIS ČR).
- Fondy ABN AMRO obohacují nabídku na trhu, HN 22.3.2000.
- Havel, J.: Český kapitálový trh v poločase, Oeconomica 1/1997.
- Havel, J.: Chování subjektů v transformaci, studie Národohosp. ústavu J. Hlávky, Praha 1997.
- Havel, J.: České kapitálové trhy - iluze a hořká skutečnost, Finance a úvěr 10/1998.
- IKS Komerční banky udržela vysoké ratingové ohodnocení, HN 7.12.1999.
- Ježek, T.: Pohled zpět kvůli budoucnosti, Ekonom 49/1997.
- Ježek, T.: Komise pro cenné papíry - její vznik, první kroky a plány, Finance a úvěr 10/1998.
- KCP: Tisková zpráva: Činnost Komise v závěru roku 1999.
- Klein, K., Pospíšil, R.: Holdingy, třeště se, Euro 3/9. listopadu 1998.
- Klein, K., Pospíšil, R.: Na východ od ráje, Euro 3/9. listopadu 1998.
- Klein, K., Pospíšil, R.: Uzavřená kapitola, Euro 4/16. listopadu 1998.
- Klvačová, E.: Kdo řídí české akciové společnosti?, Ekonom 27/1996.
- Komise pro cenné papíry jedná o povinném otevření se 12 fondy, HN 5.1.2000.
- Komise uzavírá přelicencování, HN 23.11.1999.
- Komunikační kodex UNIS - krok správným směrem, Fond Shop 5/2000.

- Kříž, M.: Zametání na trhu, Ekonom 43/1997.
- Kříž, M.: Rok velkého skoku, Ekonom 31/1998.
- Kříž, M.: KCP se chce vypořádat s nekalým jednáním, Ekonom 43/1998.
- Mátl, D.: Co vypovídá diskont uzavřeného fondu?, HN 30.11.1999.
- Mejstřík, M. (editor): The Privatization Process in East-Central Europe - Evolutionary Process of Czech Privatization, Kluwer Academic Publishers, 1997.
- Mejstřík, M.: Evoluční vývoj českého finančního trhu, Finance a úvěr 10/1998.
- Mejstřík, M.: Správa velkých akciových společností: Teorie a česká praxe, IES FSV UK, Praha 1999.
- Mertlík, P., Čapek, A.: Organizational Change and Financial Restructuring in the Czech Manufacturing Enterprises 1990-95, ČNB - Institut ekonomie, Praha 1996.
- Ministerstvo financí ČR: Analýza českého kapitálového trhu, MF ČR, HN 5.11.1997.
- Mlčoch, L.: Institucionální ekonomie, Karolinum Praha 1996.
- Mlčoch, L.: Zastřená vize transformace - česká ekonomika mezi minulostí a budoucností (institucionální pohled), Karolinum 1997.
- Nejvýnosnější fondy, HN 5.1.2000.
- OB Invest otevře fondy v létě, HN 24.-26.3.2000.
- Pioneer chce převzít pět otevřených podílových fondů spravovaných Credit Suisse Asset Management, HN (Podniky a trhy) 4.4.2000.
- Prospekt o stálé nabídce akcií pod-fondů SICAV PARVEST, Paribas Asset Management Limited, PARIBAS 1999.
- Prouza, T.: Atraktivní alternativa, The Prague Tribune N 53 - prosinec 1999.
- Prouza, T.: Credit Suisse dynamický, The Prague Tribune N 53 - prosinec 1999.
- Průvodce investováním do otevřených podílových fondů, SIS a.s.
- Schůt, P.: Šanci mají hlavně renomovaní správci, HN 8.12.1999.
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J.: Investice, Praha, Victoria Publishing 1994.
- Soja, V.: Analýza výkonnosti manažerů portfolií českých investičních a podílových fondů v letech 93-98, VŠE (diplomová práce), Praha 1999.
- Stabilizační a ozdravný program vlády ČR, HN 28.5.1997.
- Stiglitz, J.E.: Whiter Reform? Ten Years of the Transition, World Bank, Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., 1999.
- Špička, J.: Kolektivní investování a jeho úloha v tržní ekonomice, Ekonom 43/1993.
- The World Bank: Czech Republic - Capital Market Review, A World Bank Country Study, Washington 1999.
- Trzaskalik, R.: Regulace českého kapitálového trhu, VŠE (diplomová práce), Praha 1999.
- Týdenní přehled vybraných fondů, HN 30.12.1999.
- UNIS ČR: Zpráva o UNIS ČR 1998/1999.
- UNIS ČR v roce 1999, Vybraná data a události, Tisková konference 31.1.2000.

- UNIS ČR: Dokumenty UNIS ČR: Stanovy, Etický kodex, Závazné pokyny, Komunikační kodex, Metodiky, únor 2000.
- UNIS ČR: prezentace a databáze UNIS ČR <http://www.uniscr.cz>.
- Veverka, J.: Český kapitálový trh a bankovníctví, příloha - Ekonom 15/2000.
- V soutěži o naše úspory vítězí fondy, HN 19.1.2000.
- Výnosy jsou ovlivněny i poplatky, HN (Peníze a investice) 5.1.2000.
- Zahraniční fondy v ČR expandují, HN 8.12.1999.
- Změny v novele zákona o cenných papírech prý odpovídají právu EU, HN 2.3.2000.
- Zurstrassen, P.: Evropský trh fondů: realita a perspektivy (přednáška), Praha 2000.
- Zurstrassen, P.: Popularita fondů ještě poroste, Euro 12/20. března 2000.
- Žůrek, J., Navrátilová, H.: Srovnávací studie daňového systému v České republice a daňových systémech v rozvinutých státech Evropské unie, Zvláštní zpravodaj finanční a daňové komise UNIS ČR č.10, 1997.

Právní předpisy:

- Směrnice EU č.93/22/EEC (ISD)
- Směrnice Rady ze dne 20. prosince 1985 o koordinování zákonů, regulačních opatření a správních aktů, které se vztahují na organizace investování do převoditelných cenných papírů (UCITS) - č.85/611/EEC, Official Journal of the European Communities No L 375/3.
- Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (a jeho následné novely).
- Zákon č. 15/1998 SB., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů.
- Zákon z 30. března 1988 o organizacích kolektivního investování (Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif) - UCI Laws in Luxembourg.

6. PŘÍLOHY

Příloha 1: Příklady nestandardního chování privatizačních fondů

- neformální a těžko identifikovatelná propojení různých společností
- velké smluvní pokuty (týkající se převodu cenných papírů, několikanásobně převyšující hodnotu obchodu)
- nakupování bezcenných akcií (osobou ovládající PF je založena společnost, jejíž akcie jsou podloženy bezcenným majetkem, tyto akcie jsou pak nakupovány do majetku PF)
- uzavírání nevýhodných opčních a termínovaných obchodů (nekryjí riziko)
- poukazování záloh na nákup cenných papírů (tyto peníze nepřinášejí akcionářům žádný výnos a obchodník s nimi nakládá bez jakékoli kontroly či záruk)
- dlouhé lhůty splatnosti za prodané cenné papíry (dlužnická společnost je mezitím přivedena k úpadku a likvidována)
- půjčky cenných papírů (porušující zákonné podmínky)
- špatně ošetřené smlouvy o převodech cenných papírů (týká se např. data dodání, data vyúčtování zálohy, špatného označení smluvních stran)
- nesmyslné pohyby cenných papírů (cenný papír projde řetězcem obchodů a vrátí se zpět do fondu se zcela jinou cenou, úlohu hraje snadná manipulovatelnost ceny a propojení jednotlivých firem)
- obchody uzavírané za nesmyslné ceny (většinou neexistuje objektivní cena)
- obchody managementu na vlastní účet (porušování etických norem a zneužívání důvěrných informací)
- soustředování značných hotovostí na bankovních účtech (Může být základem pozdějšího vytunelování fondu. Cenné papíry z majetku fondu jsou postupně prodávány a celý majetek je tak převeden do formy vkladu u banky, poté je tento vklad vyzvednut a převeden do zahraničí. Tato činnost je velmi těžko postižitelná, neboť peněžní forma majetku je legální. Především malé banky řeší tímto způsobem (udržováním části majetku fondu na účtu) problém nedostatku likvidity a oddalují svůj pád.)
- porušování limitů k omezení a rozložení rizika (Fondy se chovají jako obchodníci s cennými papíry, nakupují kontrolní balíky společností - přesahující povolený limit - a poté je výhodně prodávají dalším subjektům.)
- tunelování podniků (Valná hromada společnosti rozhodne o transakcích s majetkem společnosti - toto rozhodnutí provádí ve skutečnosti 'nájezdník' z titulu hlasovací majority. Představenstvo podniku pak operaci realizuje, čímž poškodí společnost.)

(MF: *Analýza českého kapitálového trhu, 1997*)

Příloha 2: Členové Unie investičních společností ČR

Název IS	Vlastní jmění k 31.12. 1999 (mil.Kč)
SIS, a.s.	37 607
I.IN, a .s.	24 678
IKS KB, a.s.	15 999
ŽB – Trust, a.s.	5 816
Pioneer česká IS, a.s.	3 284
O.B. Invest, a.s.	2 574
PPF, a.s.	2 176
InvestAGe, a.s.	1 996
CITICORP, a.s.	1 996
KIS ČP, a.s.	1 299
CSAM, a.s.	711
Expandia, a.s	356
LinhArt, a.s.	320
Newton Investment, a.s.	249
AKRO, a.s.	166
UNION, a.s.	156
Finnex IS, a.s.	48
Patria, a.s.	45
INVESTWAY,a.s.	1

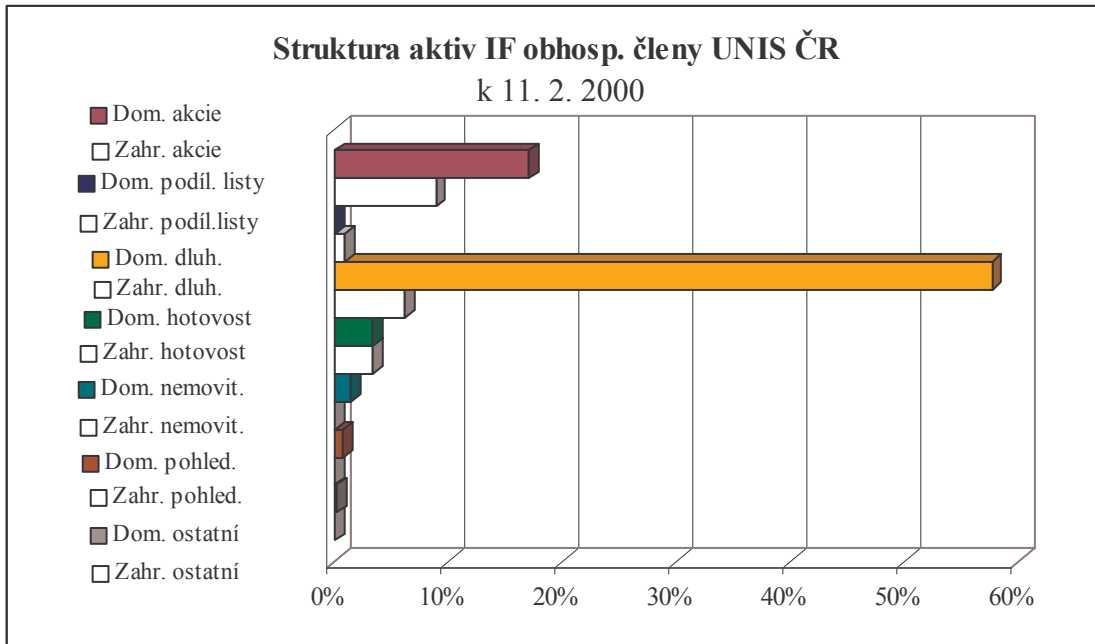
Pramen: UNIS ČR.

Příloha 3: Světové pořadí podle objemu majetku fondů v roce 1998

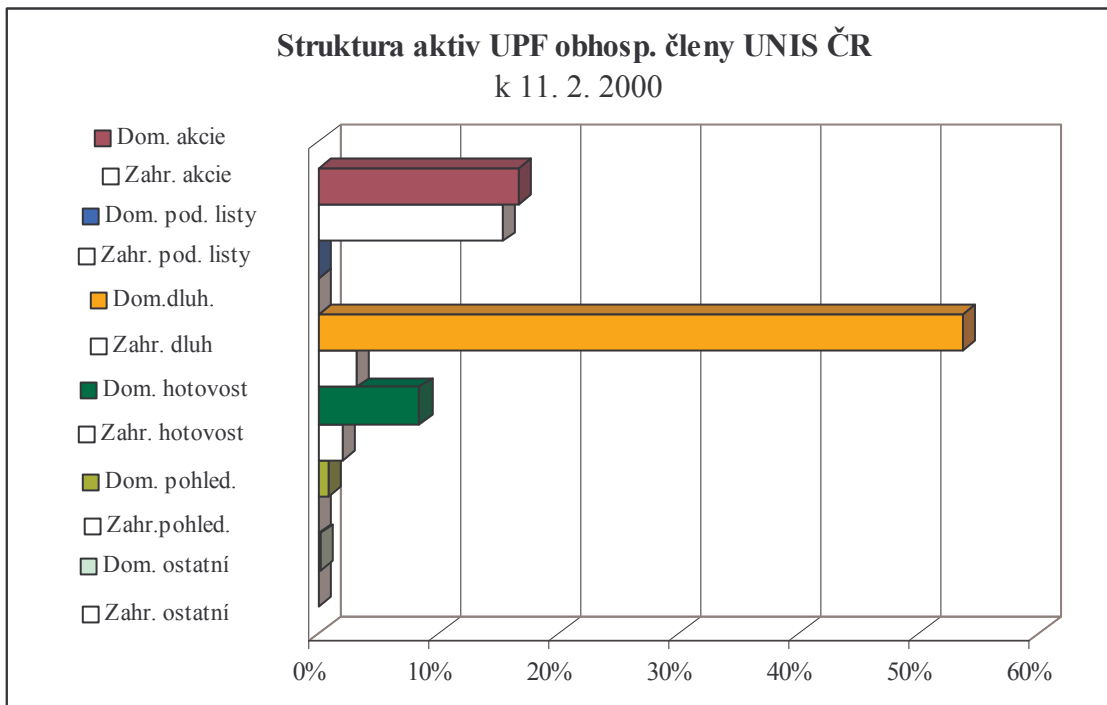
Pořadí	Země	mil.USD	Pořadí	Země	mil.USD
1	USA	5 525 208	18	Austrálie	43 842
2	Francie	626 056	19	Řecko	32 145
3	Lucembursko	509 725	20	Irsko	23 725
4	Itálie	435 925	21	Portugalsko	23 261
5	Japonsko	376 535	22	Taiwan	20 309
6	Velká Británie	285 536	23	Dánsko	19 463
7	Španělsko	238 853	24	Jižní Afrika	12 160
8	Kanada	213 451	25	Norsko	11 174
9	Německo	195 550	26	Indie	8 685
10	Brazílie	118 688	27	Mexiko	7 712
11	Hong Kong	98 767	28	Nový Zéland	7 252
12	Nizozemí	88 027	29	Argentina	6 929
13	Korea	84 265	30	Finsko	5 718
14	Švýcarsko	71 836	31	Chile	2 911
15	Rakousko	63 688	32	Maďarsko	1 470
16	Belgie	56 538	33	Česká republika	560
17	Švédsko	55 249	34	Polsko	510

Pramen: Zurstrassen: Evropský trh fondů, 2000.

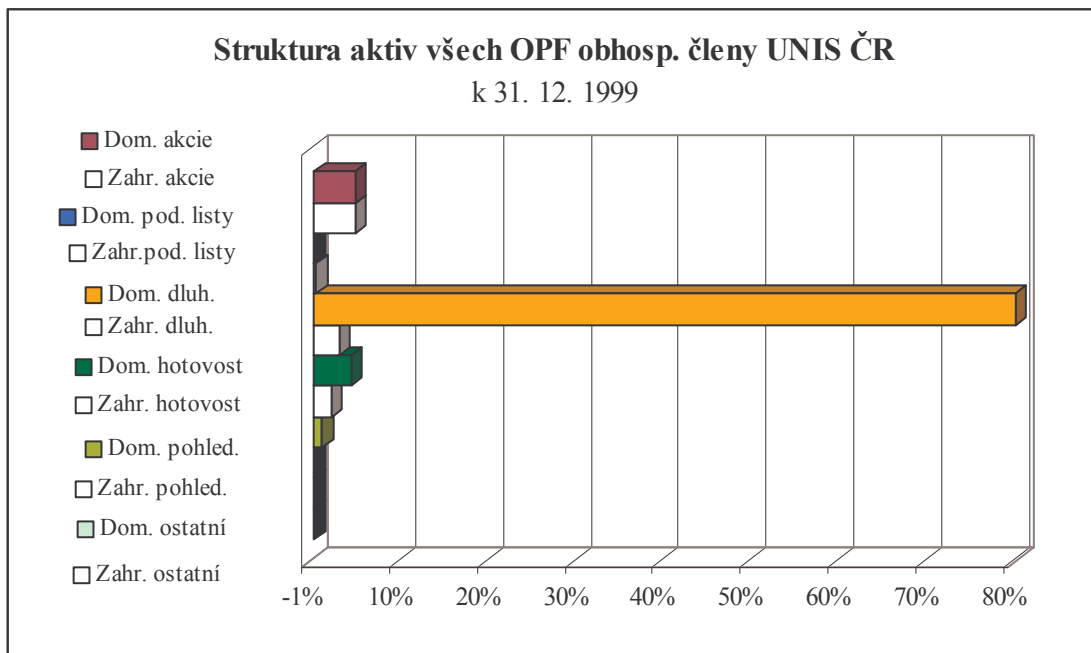
Příloha 4: Struktura aktiv fondů v ČR



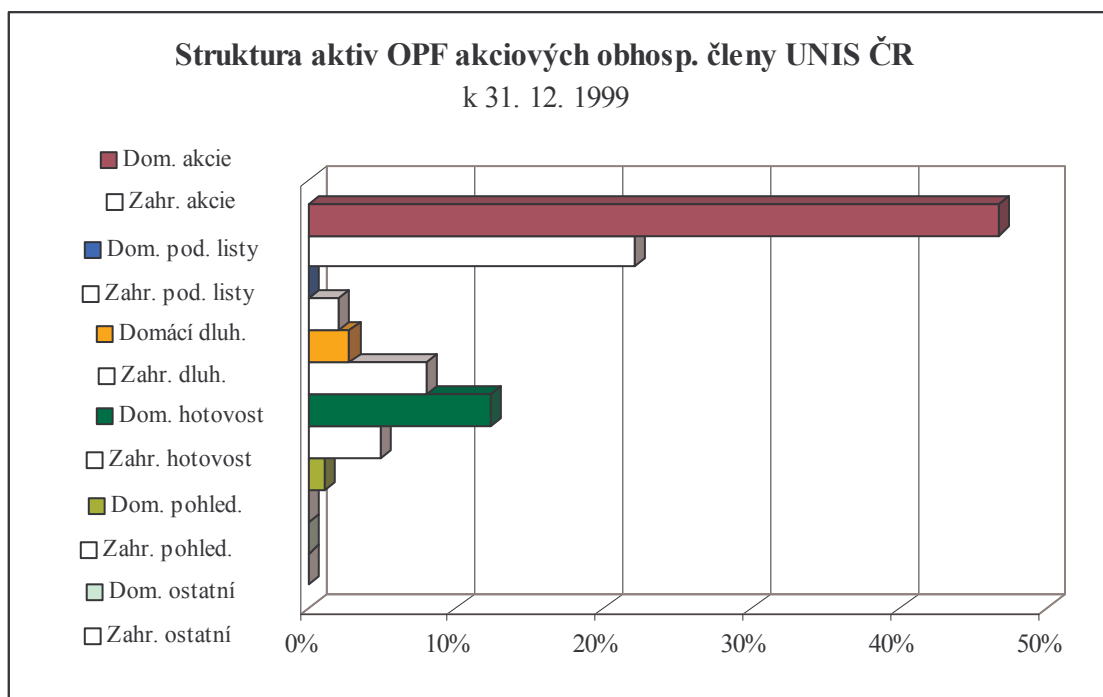
Pramen: UNIS ČR.



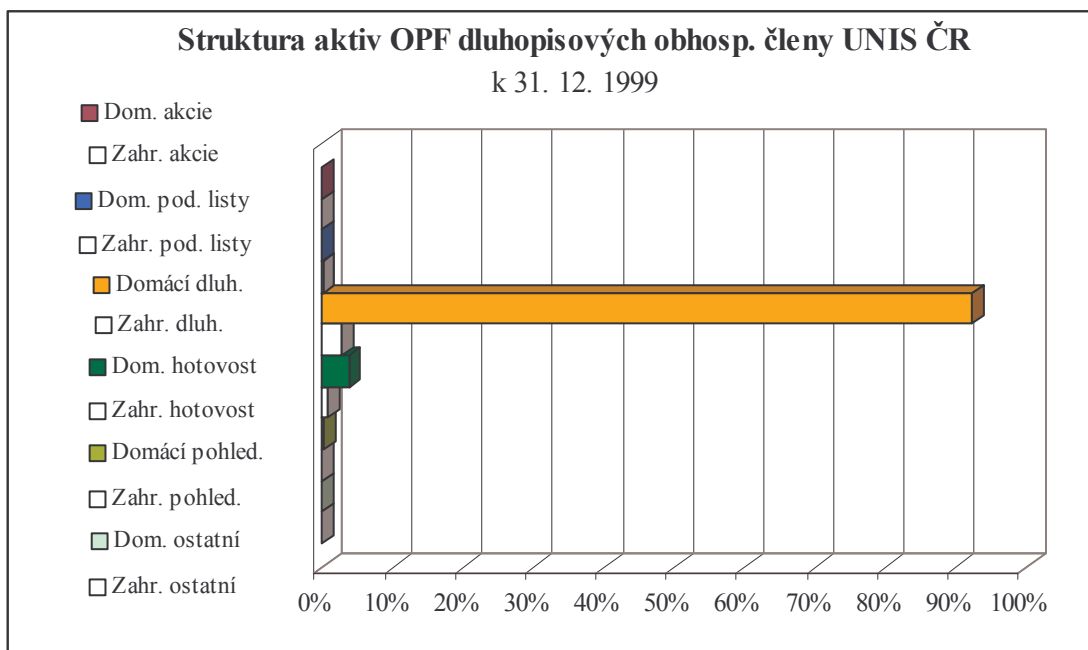
Pramen: UNIS ČR.



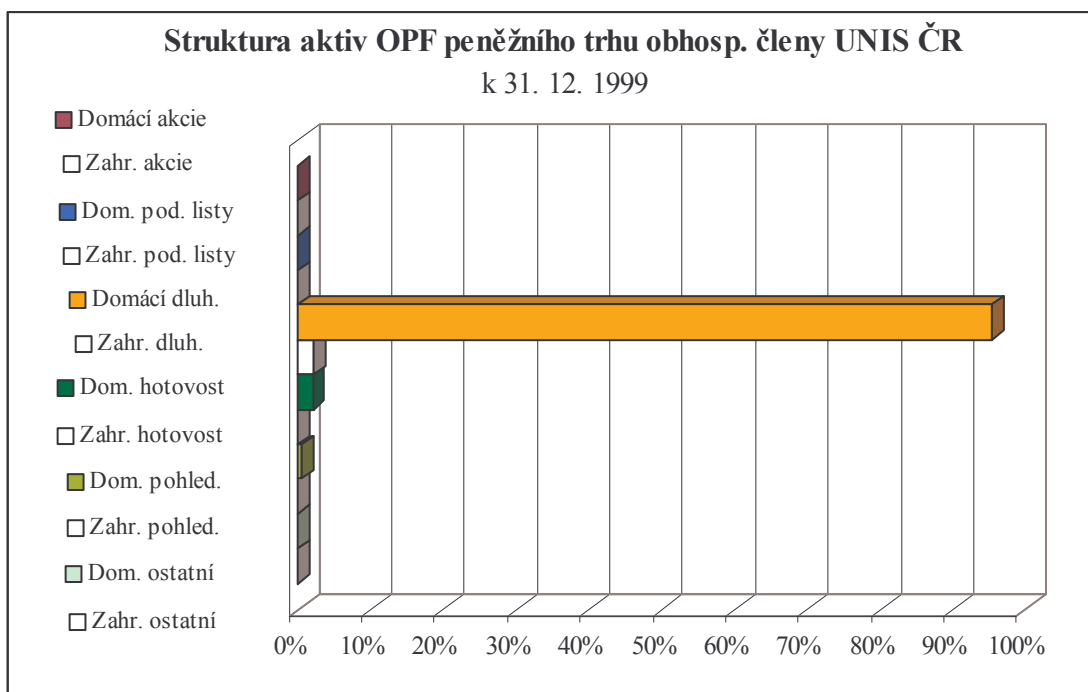
Pramen: UNIS ČR.



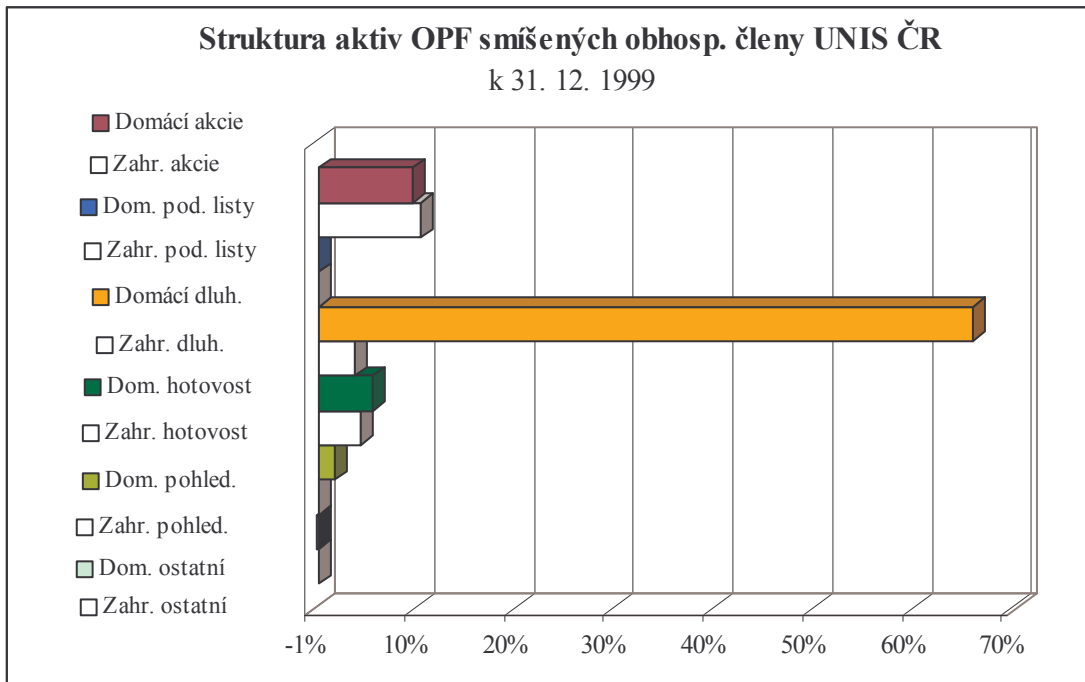
Pramen: UNIS ČR.



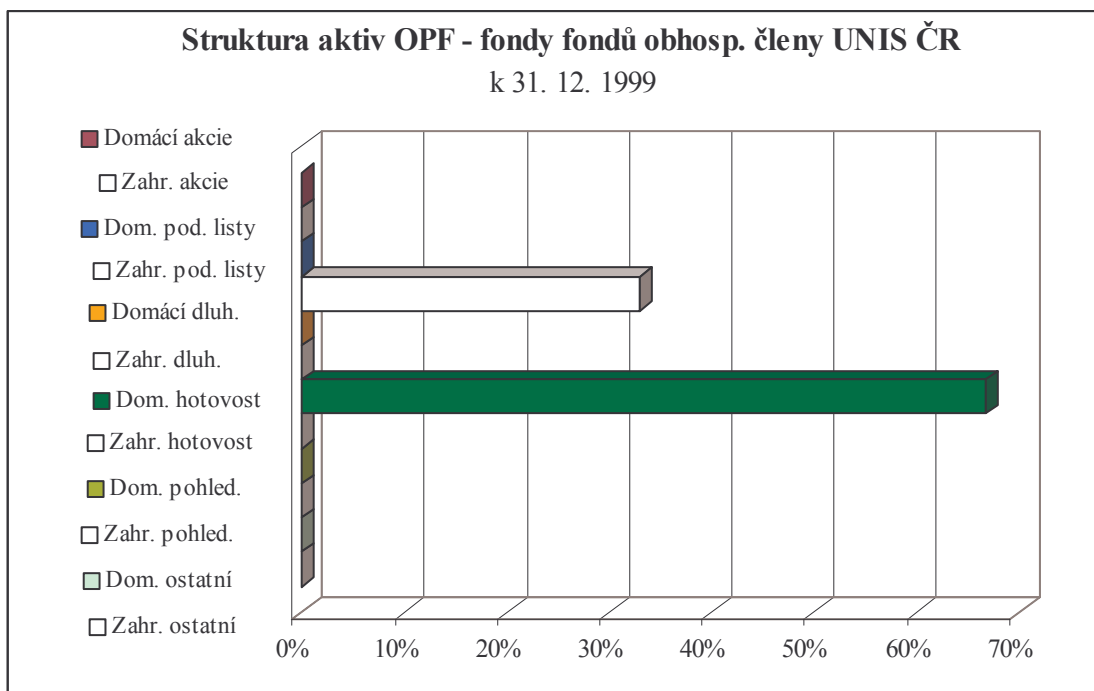
Pramen: UNIS ČR.



Pramen: UNIS ČR.



Pramen: UNIS ČR.



Pramen: UNIS ČR.

Příloha 5: Fondy v ČR podle objemu vlastního jmění**20 OPF s největším objemem vlastního jmění ke konci roku 1999**

Pořadí	Typ ¹⁵⁷	Název OPF	VJ (mil.Kč)
1	P	SIS-Sporoinvest	16 728
2	S ^K	SIS-Český OPF	7 674
3	S ^K	SIS-Výnosový OPF	6 247
4	P	IKS Peněžního trhu	4 292
5	S	Pioneer Trust OPF	3 284
6	D	SIS-Sporobond	2 337
7	S	První Investiční IPB výnosový	1 437
8	S	investAGe-AG 21	1 239
9	P	Citicorp OPF pen. trhu	1 166
10	P	Živnobanka-Sporokonto	1 065
11	D	Gutmann&CIE IS-Obl.otevř.PF I	1 042
12	D	Citicorp OPF dluhopisů	787
13	S ^K	KIS-ALPHA EFFECT	777
14	S	IKS Balancovaný	702
15	D	IKS Dluhopisový	489
16	D	CSAM český dluhopisový	342
17	S	Živnobanka-Interkonto	317
18	D	První Investiční IPB dluh.	307
19	S	PPF SMÍŠENÝ OPF	307
20	S	InvestAGe-AG 135	286

Pramen: UNIS ČR, SCP.

¹⁵⁷ P - fond peněžního trhu, S - smíšený fond, D - dluhopisový fond, index ^K označuje kuponové fondy.

UPF podle objemu vlastního jmění ke konci roku 1999

Název IS	Zkrácený název UPF	VJ (mil.Kč)	Diskont
IKS KB, a.s.	IKS KB Plus*	1 863	-12%
PPF, a.s.	Český podílový fond	1 272	-20%
ŽB - Trust, a.s.	Živnobanka-podílový fond	1 224	-13%
PPF, a.s.	Moravskoslezský PF	596	-20%
KIS ČP, a.s.	Thesaurus	427	-20%
1.IN, a .s.	Fond pravidelných příjmů*	351	-14%
1.IN, a .s.	Fond prosperity 1. IN*	323	-15%
LinhArt, a.s.	YSE Akcionářů	282	-26%
1.IN, a .s.	Fond majetku	153	-11%
Mapis	Zlatý UPF	108	-25%
KIS ČP, a.s.	PF A A A	93	-27%
Patria	Patria PF	45	n/a
Mapis	Juniorský UPF	41	-20%
Evbank	Super-Extra Invest UPF	17	-23%

Pramen: UNIS ČR, HN 30.12.1999.

*Pozn. Fondy označené * byly otevřeny v průběhu 1.čtvrtletí 2000.*

IF podle objemu vlastního jmění ke konci roku 1999

Název IS	Zkrácený název IF	VJ (mil.Kč)	Diskont
1.IN, a .s.	RIF	15 270	-13%
IKS KB, a.s.	Investiční privat. fond KB	8 548	-13%
PIF	P.I.F.	6 309	-19%
ŽB - Trust, a.s.	1. IF Živnobanka	2 897	-16%
1.IN, a .s.	Investiční fond bohatství	2 221	-20%
1.IN, a .s.	Rentiérský IF 1. IN	2 210	-17%
SIS, a.s.	2. Spořitelní privatizační IF	2 201	-10%
SIS, a.s.	Spořit.priv. - Všeobecný IF	1 910	-12%
O.B. Invest, a.s.	Zlatý IF Kvanto	1 395	-11%
1.IN, a .s.	Křišťálový investiční fond	1 077	-19%
O.B. Invest, a.s.	Kvanto IPF	997	-10%
Tradeinv.	Prosperita IF (A-BCPP)	819	-30%
1.IN, a .s.	IF obchodu, ČR a služeb	713	-16%
J&T AM	Komenius IF	499	-16%
investAGe, a.s.	AGB IF II	302	-17%
J&T AM	IF energetiky	126	n/a
Jabl.Bižu.	IF Jablonec. bižuterie	125	-11%
J&T AM	Present Progres (COR/US)	97	n/a
Tradeinv.	Prosperita IF (B-RM-S)	92	-16%
Newton Invest., a.s.	IF Newton	57	n/a

Pramen: UNIS ČR, HN 30.12.1999.

Příloha 6: Výpočet výkonnosti fondů dle metodiky UNIS ČR

1. Výkonnost od založení fondu - fondy mladší než jeden rok - v %

$$V = (AC/PC * \prod [1+ (Dn/RCexn)] - 1) * 100$$

AC aktuální cena

PC počáteční cena

Dn výše n-té dividendy před zdaněním (v Kč)

\prod RCexn cena k datu ex-dividendy (datum následující po dni rozhodném pro výplatu n-té dividendy)

2. Výkonnost od založení fondu - fondy starší než jeden rok - v % p.a.

$$V = ((AC/PC * \prod [1+ (Dn/RCexn)])(1/R) - 1) * 100$$

AC aktuální cena

PC počáteční cena

Dn výše n-té dividendy před zdaněním (v Kč)

\prod RCexn cena k datu ex-dividendy (datum následující po dni rozhodném pro výplatu n-té dividendy)

3. Výkonnost od založení fondu pro podílníka - fondy mladší než jeden rok - v %

$$V = (ACzo/PCpp * \prod [1+ (Dcn/RCvprn)] - 1) * 100$$

ACzo aktuální cena po odečtení srážky při zpětném odkupu PL

$$ACzo = AC * (1 - zo)$$

zo srážka při zpětném odkupu

PCpp počáteční cena zvýšená o přírážku při prodeji PLP

$$C_{pp} = PC * (1 + pp)$$

pp přírážka při prodeji PL

Dcn výše n-té dividendy po zdanění (v Kč)

RCvn cena k datu první možné výplaty n-té dividendy

RCvprn cena k datu první možné výplaty n-té dividendy zvýšená o přírážku při reinvestici

$$RC_{vprn} = RC_{vn} * (1 + pr)$$

pr přírážka při reinvestici

4. Výkonnost od založení fondu pro podílníka - fondy starší než jeden rok - v % p. a.

$$V = ((ACzo/PCpp * \prod [1+ (Dcn/RCvprn)]) (1/R) - 1) * 100$$

ACzo aktuální cena po odečtení srážky při zpětném odkupu PL

$$ACzo = AC * (1 - zo)$$

zo srážka při zpětném odkupu

PCpp počáteční cena zvýšená o přírážku při prodeji PLP

$$C_{pp} = PC * (1 + pp)$$

pp přírážka při prodeji PL

Dcn výše n-té dividendy po zdanění (v Kč)

RCvn cena k datu první možné výplaty n-té dividendy

RCvprn cena k datu první možné výplaty n-té dividendy zvýšená o přírážku při reinvestici

$$RC_{vprn} = RC_{vn} * (1 + pr)$$

pr přírážka při reinvestici

R počet roků existence fondu (pro první a poslední rok se použije standard Actual/365)

5. Výkonnost fondu za určité období v %

Ukazatel měří neannualizovanou výkonnost za určité období - v tomto případě **3 měsíce**:

Výkonnost v % $V3 = ((AC - C3M) + \text{Suma}(D * (AC / RCex))) / C3M * 100$

AC aktuální cena

C3M cena před 3 měsíci

RCex cena k datu ex-dividendy (datum rozhodné pro výplatu dividendy)

D výše dividendy před zdaněním (v Kč)

Podmínka započtení dividendy: rozhodné datum je v intervalu (C3M, AC)

Obdobným způsobem se počítají výkonnosti za 1 týden, 1 měsíc, 6 měsíců, 1 rok a od začátku roku. (UNIS ČR: *Statistické údaje*, <http://www.uniscr.cz>.)

Příloha 7: Nejvýnosnější OPF peněžního trhu

Název fondu	Výnosnost	Správce
Sporoinvest OPF	8,57%	SIS
Čes. fond pen. trhu ING	7,26%	ING INV. MAN. CR
Živnobanka-Sporokonto	7,00%	ŽB-Trust
IKS Peněžní trh KB	5,90%	IKS KB
Citicorp růstový OPF	5,55%	Citicorp
PRIBOR		5,55%

Pramen: HN 5.1.2000.

Pozn.: V tabulce je uvedena roční výnosnost ke 3.1.2000, v této výnosnosti nejsou zahrnuty vstupní a výstupní poplatky. Čtyři nejvýnosnější fondy překonaly mezibankovní sazbu peněžního trhu. Výnosnost fondů peněžního trhu byla téměř srovnatelná s návratností dluhopisových fondů. Relativně vysoké výnosy fondů peněžního trhu v roce 1999 byly důsledkem rychlého poklesu inflace. Vzhledem k růstu inflace a normalizaci výnosové křivky peněžního trhu je v tomto roce očekáváno snížení výkonnosti fondů peněžního trhu i dluhopisových fondů.