UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut ekonomických studií

Bakalářská práce

2008 **Petr Čermák**

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut ekonomických studií

Bakalářská práce

Historický vývoj kolektivního investování nejen na českém trhu

Vypracoval: Petr Čermák

Konzultant: doc. Ing. Jiří Havel, CSc.

Akademický rok: 2007/2008

Prohlášení:

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

V Praze dne Petr Čermák

Poděkování

Děkuji svému konzultantovi doc. Ing. Jiřímu Havlovi, CSc. i všem ostatním, kteří mi pomáhali s touto prací a podporovali mě během mých dosavadních studií.

Abstrakt

Kolektivní investování zaznamenalo v posledních letech na českém finančním trhu boom a stalo se významným zprostředkovatelem. Tato práce se zabývá historickým vývojem kolektivního investování v České republice a na světových trzích. Práce je rozložena do tří částí. V první části se čtenář seznámí s principy kolektivního investování, s modely a s charakteristikou finančních trhů. Druhá část je věnována vývoji na světových trzích. Poslední část je věnována českému trhu. Jeho vývoji od počátku po současnost a vývoji právních norem, upravující chování subjektů na českém finančním trhu. Cílem práce je podat celosvětový historický přehled kolektivního investování a seznámit čtenáře s novými možnostmi, které se na českém trhu objevily po vstupu do Evropské unie.

Abstract

The collective investment industry has noted a boom on the czech financial market during the last years and has become a significant type of financial intermediary. This bachelor thesis deals with a historical development of the collective investment industry in the Czech Republic and on the world markets. In the first chapter, a reader gets acquainted with basic principles of collective investment, different models and charakteristic of financial markets. The second chapter deals with historical development in the world. The last part of the thesis deals with the czech market. It describes its evolution from the beginning till present and also development of the legal rules that regulate the behaviour of the subjects of the collective investment industry. The aim of this thesis is to provide the reader a overview of history and makes him acquainted with new possibilities of funds on the czech financial market after joining the European Union.

Obsah:

1. ÚVOD 11

2. OBECNĚ O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ 13

2.1. Výhody kolektivního investování 13

2.2. Nevýhody kolektivního investování 15

2.3. Subjekty kolektivního investování 16

2.4. Modely kolektivního investování 17

2.4.1. Podílový a investiční model 17

2.4.2. Otevřený a uzavřený model 17

2.4.3. Další hlediska při rozdělování fondů 18

2.5. Jiné formy kolektivního investování 19

2.6. Finanční trhy a kolektivní investování 20

2.6.1. Dělení finančních trhů podle různých hledisek 22

3. VÝVOJ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ NA SVĚTOVÝCH TRZÍCH ... 25

3.1. Vývoj ve Spojených státech amerických 28

3.2. Vývoj na evropských trzích 32

3.3. Vývoj mimo dva největší trhy 35

3.3.1. Vývoj v Rusku od počátků ruské privatizace po současnost 35

4. VÝVOJ ČESKÝCH FONDŮ A JEJICH PRÁVNÍ RÁMEC 39

4.1. Právní výklad kolektivního investování v České republice ze zákona z roku 2004 41

4.1.1. Právní úpravy 41

4.1.2. Nedostatky zákona o kolektivním investování 43

4.1.3. Novela zákona kolektivního investování 44

4.2. Historický vývoj kolektivního investování v ČR 45

4.2.1. Česká privatizace a vývoj kolektivního investování na počátku devadesátých let 47

4.2.1.1. Malá privatizace 48

4.2.1.2. První vlna kupónové privatizace 49

4.2.1.3. Druhá vlna kupónové privatizace 50

4.2.1.4. Fondy v kupónové privatizaci 50

4.2.1.5. Dopad kupónové privatizace na kolektivní investování 52
4.2.2. Vývoj po kupónové privatizaci 52

4.3. Období nového zrození odvětví 55
4.3.1. UNIS ČR 55
4.3.2. Novela Zákona o investičních společnostech a investičních fondech 56
4.3.3. Vznik a vývoj Komise pro cenné papíry 58
4.3.3.1. Cíle Komise pro cenné papíry 58
4.3.3.2. Nástroje KCP k regulaci kapitálového trhu 60
4.3.3.3. Dopad činnosti KCP na kolektivní investování 60

4.4. Vývoj kolektivního investování v ČR po vstupu do EU 62

5. ZÁVĚR 64

6. LITERATURA 66

7. PŘÍLOHY: 70

Seznam grafů:

GRAF 3-1: ČISTÁ AKTIVA V PODÍLOVÝCH FONDECH V USA V LETECH 1960 – 2007 (V MLD. DOLARŮ) 31
GRAF 3-2: TRENDY NA EVROPSKÉM FINANČNÍM TRHU VE FONDECH SPLŇUJÍCÍ SMĚRNICE EU V LETECH 1999 – 31. BŘEZNA 2008 (V MLD. EUR) 34
GRAF 4-1: ROZDĚLENÍ MAJETKU DLE TYPU FONDŮ V ČR V LETECH 2004 – 2007 (V KČ) 63
GRAF 7-1: PODÍL KONTINENTŮ NA SVĚTOVÉM OBJEMU OBHOSPODAŘOVANÝCH AKTIV V PODÍLOVÝCH FONDECH KE KONCI ROKU 2007 80
GRAF 7-2: PODÍL POČTU PODÍLOVÝCH FONDŮ NA SVĚTOVÉM TRHU KE KONCI 2007 81
GRAF 7-3: PODÍL JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ FONDŮ V USA V ROCE 1984 82
GRAF 7-4: PODÍL JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ FONDŮ V USA V ROCE 2007 82
GRAF 7-5: VÝVOJ ČISTÝCH AKTIV V UZAVŘENÝCH PODÍLOVÝCH FONDECH V USA (V MIL. DOLARŮ) 83
GRAF 7-6: VÝVOJ ČISTÝCH AKTIV V EVROPSKÝCH IF V OBDOBÍ 1998 – 31.3.2008 (V MLD. EUR) 85
GRAF 7-7: PODÍL JEDNOTLIVÝCH STÁTŮ NA ČISTÝCH AKTIVECH V EVROPSKÝCH IF NA KONCI 2007 86
GRAF 7-8: ROZDĚLENÍ MAJETKU DLE TYPU FONDŮ V ČR K 31.12.2007 90
GRAF 7-9: ROZDĚLENÍ MAJETKU DLE TYPU FONDŮ V ČR KE KONCI ROKU 2004 91

Seznam tabulek a obrázků:

TABULKA 2-1: STRUKTURA FINANČNÍHO TRHU 24
TABULKA 3-1: VÝVOJ PODÍLOVÝCH FONDŮ V USA V LETECH 1940 - 2007 29
TABULKA 3-2: VÝVOJ RUSKÉHO KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ DO PODÍLOVÝCH FONDŮ ZA OBDOBÍ 1998-2007 38
TABULKA 4-1: VÝVOJ SUBJEKTŮ KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ OD POČÁTKU PRIVATIZACE DO VSTUPU ČESKÉ REPUBLIKY DO EVROPSKÉ UNIE 46
TABULKA 4-2: MALÁ PRIVATIZACE V LETECH 1991 - 1993 (ČTVRTLETNÍ DATA) 49
TABULKA 4-3: 14 NEJVĚTŠÍCH INVESTIČNÍCH SPOLEČNOSTÍ BĚHEM PRVNÍ VLNY KUPÓNOVÉ PRIVATIZACE 51
TABULKA 4-4: PŘEHLED IS, IF, OPF, UPF A ZAHRANIČNÍCH PODÍLOVÝCH FONDŮ V LETECH 1999 - 2004 57
TABULKA 7-1:VÝVOJ UZAVŘENÝCH PODÍLOVÝCH FONDŮ V USA (V MIL. DOLARŮ) 83
TABULKA 7-2: VÝVOJ ČISTÝCH AKTIV V PODÍLOVÝCH FONDECH V USA V OBDOBÍ 1960-2007 (V MLD. DOLARŮ) 84
TABULKA 7-3: TRENDY VE FONDECH SPLŇUJÍCÍ SMĚRNICE EU ZA OBDOBÍ 1999 - 31.3.2008 (V MLD. EUR) 87
TABULKA 7-4: ČISTÁ AKTIVA V EVROPSKÝCH IF KE KONCI ROKU 2007 (V MIL. EUR) 88
TABULKA 7-5: VLASTNÍ KAPITÁL VE FONDECH V LETECH 1998 - 31.3.2008 (V MIL. KČ) 90
TABULKA 7-6: ROZDĚLENÍ MAJETKU DLE TYPU FONDŮ V ČR PO VSTUPU DO EU (KČ) 92

Seznam zkratek:

AFAM ČR	Asociace fondů a asset managementu
AKAT ČR	Asociace pro kapitálový trh
CP	Cenný papír
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSFR	Československá socialistická federativní republika
EFAMA	Evropská federace investičních fondů a společností
EU	Evropská unie
FEFSI	Evropská federace investičních fondů a společností
FNM	Fond národního majetku
ICI	Investment Company Institute
IF	Investiční fond
IS	Investiční společnost
KCP	Komise pro cenné papíry
OPF	Otevřený podílový fond
PF	Podílový fond
UNIS ČR	Unie investičních společností České republiky
UPF	Uzavřený podílový fond
USA	Spojené státy americké
SR	Slovenská republika
ZISIF	Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

1. Úvod

Každý občan disponující volnými finančními prostředky jimi nakládá dle vlastního uvážení. Někteří jedinci dávají přednost si své finanční úspory lidově řečeno zašít do postele a nic s nimi nedělat, jiní je uloží na běžné účty, termínované vklady nebo je použijí k podnikatelské činnosti. Ti, kteří se rozhodnou více riskovat, využijí možnosti investování do movitých nebo nemovitých aktiv, popřípadě investují na kapitálovém trhu, kde nakoupí nabízené finanční instrumenty. Ať se každý jedinec rozhodne jakkoliv, projeví preference, podle kterých naloží s volnými finančními prostředky. Kromě prvního příkladu, kdy peněžní přebytky jednotlivců ztrácejí na reálné hodnotě každým dnem, dochází ke zhodnocení investic. Výnos z této investice závisí na míře rizika, kterou je jedinec ochoten podstoupit při nakládání s volnými zdroji. Investor by si měl uvědomit, co od své investice očekává, zda pokrýt pouze inflační znehodnocení peněz anebo peněžní přebytky reálně zhodnotit.

Někteří z nás dávají přednost bezrizikovým instrumentům[1], které sice nabízejí nízký výnos, ale pravděpodobnost znehodnocení investice je téměř nulová. Jiní dají přednost nabídce peněžních ústavů a spokojí se s malým úrokem, který většinou nepokryje ani výši inflace, a tak dojde k reálnému znehodnocení peněz. Pro ostatní je bezrizikové investování nezajímavé, a proto investují do ostatních instrumentů, u kterých je očekávaný výnos z investice vyšší, avšak za cenu dodatečného rizika[2]. Mezi tento druh investic řadíme obchodování s cennými papíry, devizové obchody atd. Záleží na investorovi, ale obecně dochází k nákupu více druhů cenných papírů, nebo dalších instrumentů, což investorovi umožňuje diverzifikovat riziko investice a tím zvýšit pravděpodobnost zisku.

Další možností, která se v poslední době začala rozšiřovat na českém finančním trhu, je svěřit peněžní úspory do rukou specializovaných finančních institucí, které se zabývají shromažďováním peněžních prostředků od veřejnosti a drobných investorů a jejich investováním do cenných papírů na zahraničních i tuzemských finančních trzích. Tento druh

[1] Na českém kapitálovém trhu do této skupiny patří například vládní dluhopisy.

[2] Jedná se především o investory, kteří nejsou averzní k riziku.

investování, kdy malí investoři svěří volné finanční prostředky institucím, nazýváme kolektivní investování.

Kolektivní investování, které je důležitou součástí finančního trhu, zaznamenalo v posledních letech i na českém finančním trhu boom a dá se očekávat, že jeho obliba bude růst, neboť jedinci ztratí zábrany nedůvěry, se kterými se potýkají od dob kupónové privatizace, Harvardských fondů a kampeliček, kdy místo zhodnocení investic, docházelo k jejich zpronevěře.

Problematikou kolektivního investování se zabývá tato práce. Nejedná se o ekonomickou práci, která by byla založena na ekonometrických modelech, statistických datech a dalších modelech ekonomické analýzy. Práce je pojata historicky, klade důraz na historický vývoj. Cílem práce je podat čtenářovi ucelené informace o vývoji kolektivního investování na světových trzích od počátku po současnost. Důraz je kladen na největší světové trhy.

V první části se čtenář seznámí s obecnou teorií, ve které jsou nastíněny principy kolektivního investování, s modely, které jsou běžně používány, a s charakteristikou finančních trhů.

Druhá část je věnována vývoji kolektivního investování na světových trzích. Důraz je kladen na počátky kolektivního investování, spadající do 18. století, na vývoj ve Spojených státech amerických, vývoj na evropském trhu a na historii ruského kolektivního investování.

Třetí a poslední část se věnuje českému trhu. Čtenář se dozví legislativní úpravy, které vývoj na českém trhu provázely, seznámí se s regulatorními orgány, které kontrolují trh, dozví se o problematice kupónové privatizace a nejnovějším vývoji v oblasti kolektivního investování po vstupu České republiky do Evropské unie.

Čtenář by si při čtení práce měl udělat ucelený přehled o vývoji kolektivního investování nejen na českém trhu, ale i na trzích světových. Uvědomí si, že české možnosti se zdaleka nemohou měřit s vyspělými trhy, kde vývoj probíhá po desetiletí, co do objemu investic, vlastního kapitálu spravovanými jednotlivými fondy aj.

2. Obecně o kolektivním investování

Kolektivní investování[3] je založeno na myšlence sdružení finančních prostředků od předem neurčitého počtu jednotlivých drobných investorů, kteří mohou být právnickými i fyzickými osobami mající trvalé bydliště na území daného státu nebo v zahraničí. Tito investoři svěří své volné finanční prostředky finančním zprostředkovatelům, kteří nakupují cenné papíry na principu diverzifikace rizika a maximalizace zisku jednotlivých investic.

Finanční zprostředkovatele dělíme do dvou skupin: bankovní, mezi které řadíme jednotlivé bankovní ústavy, spořitelny aj., a nebankovní, mezi které zahrnujeme pojišťovny, penzijní fondy a subjekty kolektivního investování. Jednotlivé instituce se liší právními úpravami a regulaci, které podléhají.

2.1. Výhody kolektivního investování

Kolektivní investování jako druh zprostředkovatele na finančním trhu sebou přináší nesčetné množství výhod, které přispívají k úspěšnému zhodnocení investic široké veřejnosti a drobných investorů, kteří nemají dostatečné finanční prostředky, informace, přehled …, aby mohli sami aktivně působit na finančním trhu.

Většina otevřených fondů, které jsou nejrozšířenějším subjektem na finančních trzích v oblasti kolektivního investování, umožňuje investovat i opravdu malým investorům, kteří na základě podpisu smluv a složení finančních přebytků na účet fondu obdrží podílové listy emitované fondem. Při zájmu o ukončení investice do vybraného fondu, investor pouze zažádá investiční společnost obhospodařující fond o zpětný odkup podílu.[4]

---

[3] Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování definuje kolektivní investování takto: „*Kolektivním investováním se rozumí podnikání, jehož předmětem je shromažďovaní peněžních prostředků upisovaných akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a dalších obhospodařování tohoto majetku*.“ (Zákon č. 189/2004Sb., o kolektivním investování, § 2, odst. 1a.)

[4] Peníze obdrží ze zákona do 30 dnů. Na rozdíl od střednědobých a dlouhodobých termínovaných vkladů umožňují fondy vyšší dostupnost k investovaným prostředkům a to bez poplatků za předčasný výběr.

Investor si na trhu může vybrat fond podle svého zájmu. Některé fondy se zaměřují na opatrné, tzv. konzervativní investory, jiné investují do rizikovějších instrumentů, které nabízejí vyšší výnos z investice. Naopak jiní investoři mohou využít možnosti sestavení portfolia podle vlastního uvážení.

Díky široké nabídce instrumentů finančních trhů a vysokých finančních aktiv jednotlivých fondů má klient fondu možnost si vybrat takové instrumenty, které by pro něho za normálních okolností byly finančně nedostupné.

V případě kolektivního investování se uplatňují úspory z rozsahu, což se projeví snížením nákladů jednotlivých investorů. Transakční náklady subjektů kolektivního investování jsou při ohromných obchodovaných objemech nižší, než pro jednotlivé investory. Náklady jsou pak navíc rozprostřeny mezi větší počet investorů, kteří mají o daný instrument zájem, a tak jejich výše pro jednoho investora rapidně klesá a dané portfolio se stává dostupnějším.

Nejen náklady jednotlivých investorů jsou zvýhodněny v případě kolektivního investování, ale i výnosy z podílových listů doznávají určitých privilegií v oblasti daní. Dojde-li k nákupu podílového listu fyzickou osobou, která si ho ponechá ve svém vlastnictví po dobu delší než šest měsíců ode dne nákupu, pak výnosy z takového podílového listu nepodléhají zdanění[5] (vztahuje na všechny cenné papíry).

Jednotlivé fondy mají zákonnou povinnost diverzifikovat riziko jednotlivých investic, a tak snižují případné ztráty na základě minimalizace rizik. V zákoně o kolektivním investování jsou stanoveny přesné limity, jak má daný fond rozdělit své investice, do jakých instrumentů může, nebo nemůže investovat.[6]

---

[5] Samotné podílové fondy podléhaly až donedávna dani z příjmů právnických osob ve výši 25%. Některé zahraniční fondy registrované v Lucembursku nebo v Severním Irsku neplatí tuto daň vůbec, a tudíž byly daňově zvýhodněny oproti českým otevřeným podílovým fondům. Dnes české otevřené podílové fondy platí tuto daň ve výši 15%.

[6] V zákoně 189/2004 Sb., o kolektivním investování je v části páté, hlava II, v § 26 a §27 popsána skladba majetku jednotlivých standardních fondů a rozložení a omezení rizika spojeného s investováním.

2.2. Nevýhody kolektivního investování

I když kolektivní investování má mnoho výhod, které převládají, objevují se i některé nevýhody, které jsou s tímto druhem investování na finančních trzích spojeny. Především se jedná o nejistotu výnosu, který tak není garantován. Investoři by si měli uvědomit, že historický výkon otevřeného podílového fondu nutně neznamená stejný výkon i v budoucnosti. Hodnota investice totiž může růst, klesat, ale i fluktuovat okolo nákupní ceny, a tak výnos nemusí být dostatečný, pokud k nějakému vůbec dojde. Tento druh investičního rizika jde zajistit dlouhodobou investicí, třeba i na několik let, neboť obecně platí, že rizikové instrumenty mají v dlouhodobém horizontu vysoké zisky; na druhé straně bezrizikové instrumenty mají v dlouhodobém horizontu nízké výnosy. Investor by si měl uvědomit, na jak dlouho je ochoten vzdát se svých volných finančních prostředků a na tomto základě se rozhodnout o délce plánované investice.

Při investování na finančních trzích musí investor počítat i s případným znehodnocením investic, a to především vstoupí-li do balancovaných fondů či do indexových fondů investujících do akciových indexů. Cena na takovýchto trzích je dána výší nabídky a poptávky po daných instrumentech, která se mění nikoliv ročně nebo týdně, ale hodinově či minutově, a na základě mikroekonomické analýzy o střetu poptávky a nabídky.

Aby nedocházelo ke znehodnocení investic, nemělo by být kolektivní investování jedinou součástí investiční strategie. Investor by měl svoje portfolio rozdělit do terminovaných vkladů, pojistných produktů atd., aby diverzifikoval riziko svého portfolia.

Nejvyššími investorovými výdaji, které jsou spojeny s investicí samotnou, jsou různé druhy srážek a přirážek, které musí platit za prováděné služby. U akciových fondů v případě nižších investic není výjimkou ani přirážka ve výši 5,5%. Pro investora, který má k dispozici vyšší objem prostředků, může být z hlediska poplatků a při splnění dalších podmínek výhodné svěřit své prostředky obchodníkovi s cennými papíry k individuální správě portfolia.

Poslední problém kolektivního investování, který může ovlivnit chování investorů, se týká nemožnosti pojištění investice do otevřených podílových fondů.

Aby nedocházelo k situacím jako v devadesátých letech, podléhají otevřené podílové fondy přísné regulaci, na hospodaření dohlíží depozitář, nezávislý auditor a Česká národní banka (ČNB), která plní funkci dozoru nad finančním trhem.

2.3. Subjekty kolektivního investování

Základním subjektem kolektivního investování na finančních trzích je fond, který je spravován jako ekonomická jednotka investiční společností, která ho také zakládá. Jednotlivé fondy shromažďují prostředky na základě prodeje podílového listu jednotlivým investorům nebo akcií. Získané finanční prostředky investuje do různých finančních instrumentů, ze kterých vytvářejí jednotlivá portfolia. Jednotlivé fondy podléhají přísnému dohledu a regulaci. Na jejich činnost dohlížejí orgány, které jsou zákonnými normami k tomu pověřeny.[7]

Kromě velkých hráčů, působících na finančních trzích a zabývajících se problematikou kolektivního investování, se objevují i malé subjekty, které patří mezi neoddělitelnou součást finančního trhu. Důležitou roli hrají drobní investoři[8], kteří investující buď individuálně anebo využívají možnosti kolektivního investování, správcovské společnosti[9] a depozitáře[10], držícího aktiva fondu a plnící příkazy správcovské společnosti. Tím, že je oddělen od fondu a společnosti, vytváří depozitář primární dohled.

[7] Prvními zákony, podporujícími činnost regulačních orgánů a ochranu subjektů působících na daném trhu byly zákony č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, zákon č. 214/92 Sb., o burze cenných papírů. Základní regulatorní orgán byl vytvořen Ministerstvem financí Československé socialistické federativní republiky 1. září 1992 (Odbor dozoru na kapitálovém trhu). Přelomovým rokem se stal rok 1998, kdy prvního dubna začala svoji činnost Komise pro cenné papíry na základě zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry. Komise plnila dozorovou činnost až do 31. března 2006. Od 1. dubna 2006 převzala její veškerou agendu Česká národní banka.

[8] Řada investorů jsou investoři institucionální, kteří v kolektivním investování vidí dobrou možnost zhodnocení peněžních přebytků.

[9] V České republice se jedná především o investiční společnosti. Na světových trzích pak tuto funkci zastávají tzv. management companies.

[10] Funkce depozitáře je definována v zákoně č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, část IV, § 20-23.

2.4. Modely kolektivního investování

V hospodářsky vyspělých státech existuje několik způsobů dělení fondů kolektivního investování, které vycházejí z historických okolností a odlišují se v cílech, skladbě portfolia a následné regulaci. První kritérium, které patří mezi nejrozšířenější, rozděluje kriteria podle právní subjektivity na podílový a investiční model. Druhým kritériem je možnost vstupu jednotlivých investorů do fondu. V případě limitovaných účastníků ve fondu mluvíme o uzavřených fondech. V opačném případě se jedná o otevřený model.

2.4.1. Podílový a investiční model

Investiční model, který se hojně využívá hlavně ve Spojených státech amerických, ve Velké Británii jako tzv. Investment Trust, ve Francii se objevuje v podobě Société d' Investissement à Capital Variable (SICV) a v České republice jako investiční fond, má právní subjektivitu a je založen na stejných principech jako akciová společnost. Investiční model získává své finanční prostředky díky emisi a následnému prodeji akcií, které nabízí na trhu.

Podílový model, na rozdíl od modelu investičního, nemá právní subjektivitu a je zakládán investiční společností, která ho následně spravuje. Takový model je využíván především v evropských státech jako v Německu, Švýcarsku, Rakousku i České republice. Druhým rozdílem je pozice investora v modelu. V podílovém modelu není investor akcionářem fondu, ale je podílníkem na jeho majetku. Rozhodne-li se subjekt investovat do fondu, obdrží podílový list.

2.4.2. Otevřený a uzavřený model

Otevřený model nabízí investorům neomezený počet podílových listů jednoho fondu, čímž není omezen počet podílníků. Tento druh fondu převládá na světových trzích a je zakládán na dobu neurčitou.[11] Otevřený podílový fond v českém právním výkladu nemůže mít

[11] Na českém trhu převládaly v devadesátých letech, v průběhu kupónové privatizace a i po jejím skončení, uzavřené fondy. Až na základě novely zákona o investičních společnostech a fondech z roku 1998 se musely uzavřené fondy transformovat na otevřené podílové fondy do konce roku 2002. Tento proces byl ukončen na konci září 2002.

právní subjektivitu, ale na světových trzích je právní subjektivita otevřeného podílového fondu možná. Množství podílových listů vydaných otevřeným fondem je závislé na poptávce investorů, kterým zaručuje právo na zpětný odprodej investiční společnosti, která ho vykupuje za odkupní cenu. Cena zpětného odkupu investiční společností je dána počtem podílových listů fondu a jeho vlastního kapitálu. Investice do tohoto druhu fondů nabízí vyšší likviditu a nižší riziko.

V uzavřeném modelu je fixní počet emitovaných podílových listů, které jsou emitovány investiční společnosti v krátkodobém horizontu a nabízeny s diskontem na sekundárním trhu, neboť podílové listy mají nízkou likviditu a většinou ani management není na příliš dobré úrovni. Vzhledem k omezené nabídce podílových listů, je omezen i počet akcionářů uzavřeného modelu. Uzavřený model je, na rozdíl od otevřeného modelu, zakládán na dobu omezenou anebo je jeho životnost určena. Dalším rozdílem proti otevřenému modelu je nemožnost zpětného odkupu podílových listů fondu, takže akcionáři drží podílové listy po celou dobu životnosti fondu nebo s ním obchodují na sekundárním trhu. Fondy uzavřeného typu volí různé strategie při tvorbě portfolia. Portfolio uzavřeného modelu může být neměnné, flexibilní nebo může mít částečně flexibilní strukturu.

V poslední době vzrostla obliba otevřených podílových fondů na úkor uzavřených, a to především díky transparentnosti a dobré informovanosti o jejich činnostech a aktivitách. Investoři, kteří upřednostňují uzavřené fondy, patří mezi velice zkušené, nebo se jedná o specializované instituce, dávající přednost méně likvidním finančním instrumentům jednotlivých finančních trhů.

I když otevřené podílové fondy jsou preferovány a pro své klienty jsou maximálně výhodné, jejich investiční strategie, které se soustředí převážně na krátkodobé investice, způsobují tlaky na finanční trhy. Tyto tlaky pak ovlivňují světovou ekonomiku.

2.4.3. **Další hlediska při rozdělování fondů**

I když dělení, která jsou uvedena v předchozí kapitole, patří mezi nejznámější, existuje celá řada dalších kritérií, podle kterých můžeme fondy rozlišovat. Lze je rozdělovat podle právní subjektivity na fondy, které ji mají, např. investiční fondy, a fondy, které ji nemají, např. penzijní fondy.

Dalším důležitým kritériem na rozdělení fondů je distribuce výnosu z investic. Růstové fondy reinvestují zisky, které získaly z držení aktiv, aniž by vyplácely svým investorům dividendu. Na druhé straně výnosové fondy vyplácejí dividendy v pravidelných časových intervalech, čímž investorům předávají zisky, ale nemají možnost dalšího investování, aniž by získaly nový kapitál od nového investora.

Podle použití investičních nástrojů lze fondy rozdělit na fondy reálných aktiv a fondy finančního majetku, jejichž portfolio je tvořeno akciemi, dluhopisy a jinými instrumenty. Jedná se o fondy působící na kapitálových a peněžních trzích. Fondy působící na peněžních trzích jsou jedny z nejbezpečnějších, neboť investují především do krátkodobých, zároveň i nejbezpečnějších a většinou i velmi likvidních nástrojů peněžního trhu. Na druhé straně se fondy peněžního trhu vyznačují nižšími výnosy.[12]

2.5. Jiné formy kolektivního investování

Netradičními formami kolektivního investování, které se také objevují na různých trzích, jsou venture fondy a investiční kluby.

Investiční kluby sdružují skupinu lidí, kteří se dobře znají a mají společný cíl - zhodnocení investic na kapitálovém trhu. Velkou výhodou této formy kolektivního investování je znalost všech členů klubu, a tak odpadá hrozba zpronevěry nebo tzv. české „tunelování“, jelikož členové klubu jsou v neustálém kontaktu a sami se rozhodují o provedení investic. Každý člen je zodpovědný za určitý segment trhu, na kterém se pohybuje a se kterým obchoduje. Jednotliví členové využívají nejlepší technologie, aby získali kvalitní informace o trhu.

Druhým netradičním způsobem kolektivního investování jsou tzv. Venture fondy. Jedná se o fondy rizikového a rozvojového kapitálu.[13] Ten představuje dlouhodobou finanční ale i časovou investici. Venture fondy a jejich investice by měly pomoci malým

[12] Podrobnější dělení jednotlivých fondů lze dohledat na internetových stránkách Asociace pro kapitálový trh České republiky (AKAT ČR) nebo v příloze č. 1této práce.

[13] Pod tímto pojmem se skrývá celá řada různých kapitálových investic, mezi které patří např. předstartovní investování, startovní financování, rozvojové financování, manažerské odkupy aj.

perspektivním firmám, aby se v budoucnosti vyvinuly ve velké a prosperující společnosti. Definitivní rozhodování o provedení jednotlivých investic je na investorech, kteří do fondu vložili kapitál. Za tímto účelem vzniká ve venture fondu investiční výbor, kterému náleží rozhodovací pravomoc.

2.6. Finanční trhy[14] a kolektivní investování

Většina ekonomických subjektů se mnohokrát za své existence ocitne v situaci, kdy má nedostatek, nebo naopak přebytek finančních prostředků. Pro uspokojení jednotlivých potřeb se pak tito aktéři vydávají na finanční trhy, kde se střetává nabídka s poptávkou po jednotlivých finančních prostředcích. Oba typy, přebytkové i deficitní subjekty, pak vybírají z trhů výrobních faktorů a trhů produktů, jenž zahrnují trhy výrobků a služeb, trh pozemků, trh práce a trh finanční. Navíc slouží k alokaci zdrojů, které jsou používány pro další výrobní činnost. Finanční trh, kromě přerozdělení jednotlivých finančních prostředků, zajišťuje dostatečnou likviditu, což umožňuje jak přebytkovým tak deficitním jednotkám měnit své portfolio před dobou splatnosti jednotlivých produktů trhu.

Na finančním trhu působí několik desítek subjektů, které se mezi sebou liší povahou, cíli a nabízenými produkty, jejichž snahou je využít alokační funkci kapitálového trhu, která efektivně rozděluje volné prostředky na jednotlivých trzích. Na jednotlivých trzích se nacházejí dvě skupiny, které si za pomoci zprostředkovatele navzájem vyměňují volné finanční prostředky.

Deficitní účastníci finančního trhu nemají dostatečné vlastní zdroje na uspokojování svých ekonomických cílů, a proto vytvářejí poptávku po volných prostředcích.[15] Tito účastníci přicházejí na trh, aby našli vhodného partnera, který jim nabídne své volné prostředky a bude očekávat jejich zhodnocení při malém, či přiměřeném riziku. Tyto prostředky jsou pak využity na investice podle vlastního záměru za cílem dosáhnout zisk. Deficitní účastníci

[14] „*…můžeme vymezit jako systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky*.“ (Revenda a kol., 2004, str. 95)

[15] Klasickými deficitními jednotkami jsou stát, Česká národní banka, orgány místní samosprávy, podnikatelské subjekty výrobní povahy, drobní investoři a jedinci.

bývají rozděleni do určitých skupin, na základě kterých se jejich nabízené produkty ohodnotí, aby přebytkové jednotky věděly, co od svých investice mohou očekávat.

Nabídku finančních zdrojů vytvářejí přebytkové jednotky[16], které nejsou schopny uplatnit veškeré své finanční zdroje, a tak hledají jejich využití a zhodnocení. Přebytkové jednotky poskytují své prostředky buď přímo anebo za pomoci zprostředkovatele, který aktivním hledáním deficitních subjektů a následnou nabídkou jejich finančních instrumentů vytváří dvojice pro vzájemný obchod.

Finanční zprostředkovatelé vyplňují mezeru mezi deficitními a přebytkovými subjekty. Dále shromažďují úspory věřitelů a usnadňují jejich převod na dlužníky s jinými podstatnými charakteristikami a formami. Přebírají velkou zodpovědnost, se kterou jsou spojena rizika z obchodu a se kterou se dokáží vypořádat lépe než drobní investoři. Ti by investovali individuálně a přímo.

Finanční zprostředkovatele rozdělujeme do dvou skupin[17], na bankovní zprostředkovatele a nebankovní instituce[18]. Mezi nejdůležitější nebankovní zprostředkovatele na finančních trzích řadíme penzijní fondy, podílové a investiční fondy, firmy cenných papírů, pojišťovny aj.

Obliba finančních zprostředkovatelů a jejich využití se liší na jednotlivých trzích a kontinentech. V Evropě má tento způsob alokace volných peněžních prostředků dlouhodobou historii, a proto dlouhodobě zaujímá dominantní postavení na úkor trhů s cennými papíry. Výjimku tvoří finanční trh ve Velké Británii, který je svou povahou bližší americkému pojetí trhu, kde dominují trhy s cennými papíry. Český trh patřil mezi trhy, na kterém převládala alokace prostřednictvím finančního zprostředkovatele. Otázkou zůstává, zda-li tomu bude i v budoucnosti v podmínkách, kdy jsou světové finanční trhy dokonale propojeny.

---

[16] Přebytkové subjekty tvoří investiční společnosti, investiční fondy, penzijní fondy, pojišťovny, zakládající pojistné fondy, leasingové společnosti, nadace a účelové fondy a subjekty zabývající se faktoringem a forfaitingem.

[17] Toto rozdělení uvadí Liška (2004). Na druhou stranu Mishkin uvádí, že *„existují tři kategorie zprostředkovatelů: (1) depozitní instituce (banky), (2) smluvní spořitelní instituce a (3) investiční zprostředkovatelé.*“ (Mishkin, 1991, s. 54-55) Mezi depozitní instituce řadí např. komerční banky, spořitelny, do kategorie smluvních spořitelních institucí řadí penzijní fondy atd. a do kategorie investičních zprostředkovatelů zahrnuje vzájemné fondy, finanční společnosti a vzájemné fondy na peněžním trhu.

[18] Nemají bankovní licenci, a tak se na ně nestahují přísná pravidla bankovního dohledu a regulace.

Subjekty kolektivního investování se řadí mezi nebankovní finanční prostředkovatele. Díky svému aktivnímu přístupu na finančních trzích dochází k vyšší efektivitě jednotlivých trhů a na základě dominového efektu i k celkovému lepšímu obrazu národní ekonomiky.

2.6.1. **Dělení finančních trhů podle různých hledisek**

Světové finanční trhy mají mnoho podob, které se odrážejí v definování různých forem jednotlivých trhů. K rozlišení jednotlivých trhů se používá řady mnoho kriterií, od nejjednodušších, obecných, až po složité, specifické. V současné době, kdy se jednotlivé trhy vzájemně propojují a vznikají neustále nové stále komplexnější produkty, jejichž zařazení je složité, je také obtížně vymyslet nějaké obecné dělení, které by se stalo univerzálním dogmatem.

Prvním hlediskem, které se používá při dělení finančních trhů, jsou geografické hranice země a národní příslušnost. Takto dělíme trhy na národní a mezinárodní. Trhy, které se zabývají mezinárodním platebním stykem, se nazývají devizové, dále se zde obchodují instrumenty emitované v cizí měně. Na těchto trzích dochází k mezistátním obchodům, k půjčkám mezi mezinárodními bankovními institucemi, které si potřebují zajistit likviditu v příslušné zahraniční měně, a také zde probíhají měnové a kursové spekulační obchody.

Pro jednotlivé dlužníky a věřitele byla otázka geografické polohy, kulturní příslušnosti a jazykové podoby značně důležitá. Na druhou stranu bychom ji neměli v dnešní době příliš přeceňovat neboť i sebemenší investor dokáže proniknout na jakýkoliv trh. Právní úpravy finančních trhů se značně sbližují, jednotlivé trhy jsou propojeny dokonalou počítačovou sítí a celkovému sbližování napomáhá i univerzálnost jednotlivých finančních produktů.

Důležitým hlediskem členění finančního trhu je druh obchodu. Jedná-li se o prvotní prodej určitého instrumentu, mluvíme o primárním trhu. Jde-li o obchod s již dříve emitovanými instrumenty, hovoříme o sekundárním trhu. Na primárním trhu dochází k prvotní emisi různých finančních instrumentů, které jsou nakupovány investory, kteří na oplátku emitentům dodávají kapitál a za tuto půjčku očekávají určitá práva a odměny v podobě úroků, dividend aj. Na sekundárních trzích se obchodují již dříve prodané cenné papíry.

Následná nabídka a poptávka po jednotlivých cenných papírech určuje jejich cenu. Průběh obchodů na sekundárních kapitálových trzích se provádí buď prostřednictvím burzy cenných papírů, která představuje nejorganizovanější formu obchodu vůbec, nebo prostřednictvím mimoburzovního trhu.

Dalším kritériem dělení finančních trhů je časový horizont mezi sjednaným obchodem a jeho realizací. Podle tohoto hlediska rozlišujeme trhy promptní, kdy k realizaci obchodu dochází bezprostředně po jeho uskutečnění, nebo během několika následujících dní. Naproti tomu termínované finanční trhy sjednávají obchody s pevným datem v budoucnosti, ale cena a ostatní náležitosti kontraktu jsou sjednány v den podpisu smlouvy, v současnosti. Mezi obchody, které se uskutečňují na termínovaných trzích, patří opce, futures, forwards, swaps a jiné finanční deriváty.[19]

Zkoumají-li se finanční trhy z hlediska zúčastněných stran, rozdělujeme finanční trhy na bankovní, mezibankovní a burzovní. Další kritérium tvoří forma obchodovaných instrumentů, podle které charakterizujeme trhy cenných papírů, devizové a úvěrové.[20]

Nejdůležitějším kritériem dělení finančních trhů je před všemi ostatními kritérium časové. Podle něj dělíme finanční trhy na peněžní a kapitálové.[21]

Peněžní trh plní zprostředkovatelskou funkci vzájemné výměny krátkodobých přebytků mezi účastníky trhu a slouží především k zajišťování likvidity jednotlivých subjektů trhu. Na peněžním trhu působí převážně velcí investoři, kteří obhospodařují velké přebytky volných peněžních prostředků. Charakteristický je pro tento trh velký objem transakcí a krátká doba splatnosti, jež je spojena s nízkým rizikem investice, relativně malými výnosy a vysokou likviditou. Mezi krátkodobé cenné papíry, které jsou zde obchodovány, patří pokladniční poukázky, komerční papíry a depozitní certifikáty.

---

[19] Podrobněji viz Revenda a kol. (2004) str. 252 – 273, nebo Hull (2007) kapitoly 2-10.

[20] Přehledně je uvedena struktura finančních trhů v tabulce č. 1-1.

[21] Dělení podle časového hlediska se u různých autorů liší. Někteří autoři (viz Revenda a kol. 2004) rozdělují finanční trhy na peněžní trh, kapitálový trh a úvěrový trh, který je dle Revendy definován jako „…*systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb kapitálu na úvěrovém principu mezi bankami a nebankovním sektorem*…“ (Revenda a kol. 2004). Na druhou stranu dělení finančního trhu na kapitálový a peněžní používá Mishkin (1998).

Kapitálový trh[22] se oproti peněžnímu odlišuje v dlouhodobosti prováděných investic. Na kapitálovém trhu provádějí dlouhodobé a střednědobé operace investoři, vlády, banky, nadnárodní instituce aj. Kapitálové trhy jsou obecně považovány sice za více výnosné, ale i rizikovější. Mezi cenné papíry obchodovatelné na tomto trhu řadíme státní obligace, dluhopisy, akcie společností a podílové listy fondů.

Tabulka 2-1: Struktura finančního trhu

hledisko třídění	**Trh**		
předmět obchodu	peněžní	kapitálový	devizový
účastníci, respektive instituce	bankovní	mezibankovní	burzovní
Formy, respektive nástroje	úvěrovy	cenných papírů	devizový

Zdroj 2-1: Liška (2004)

[22] Jílek (1999, str. 41) definuje kapitál v širokém pojetí jako: „… *výrobní faktor, jehož výnosem je zisk nebo úrok*“ a „*Kapitálem obecně nazýváme vyprodukované hodnoty, s jejichž pomocí mohou být produkovány jiné hodnoty*…“

3. Vývoj kolektivního investování na světových trzích

Ačkoli se kolektivní investování v Československu, později v České republice[23], datuje od počátku devadesátých let minulého století, první právnické subjekty, které se zabývaly formami kolektivního investování ve světě, můžeme pozorovat již ve druhé polovině 18. století, kdy v Nizozemí vznikají první formy podílových fondů. První subjekty, které se objevily v anglo-saských zemích, známe z druhé poloviny 19. století z Londýna, z roku 1868 z Anglie. Motivací pro jejich vznik byla diverzifikace rizika pro malé investory, což svým smyslem odpovídá dnešnímu principu kolektivního investování, a podnikání na trhu s cennými papíry na tehdejších evropských burzách, zejména na amsterodamské burze.

První právnický subjekt, který se svou formou podobal dnešním podílovým fondům, založil nizozemský broker Abraham van Ketwich a pojmenoval ho Eendragt Maakt Magt. Založení subjektu byla reakcí na finanční krizi, která se odehrála v předchozích dvou letech a způsobila bankroty některých britských bank, dalších finančních institucí a ekonomických subjektů. Abraham van Ketwich ve svém „fondu“ diverzifikoval riziko investicemi na různých evropských trzích[24] do státních dluhopisů tehdejších evropských mocností[25] a do „plantation loans“[26] v Západní Indii.

Investorům, kteří svěřili své volné finanční přebytky do rukou tohoto subjektu, byla slíbena 4% dividenda, která mohla narůst na základě ročního výnosu portfolia. „Eendragt Maakt Magt“ měl podobu uzavřeného podílového fondu s 20letou dobou existence a byl

[23] Vývoji českého kolektivního investování a jeho právního rámce je věnována třetí kapitola této práce.

[24] Jednalo se o Rakousko, Dánsko, Německo, Španělsko, Švédsko a Rusko.

[25] Nejlikvidnějšími instrumenty tehdejší doby byly akcie Východoindické společnosti a Anglické centrální banky.

[26] Obsahovaly prvky z investičních fondů. Hlavním cílem nebyla diverzifikace portfolia pro širokou veřejnost, ale obchodníci mobilizovali kapitál pro pěstitele výměnou za právo správce majetku na dodávkách tabáku, kakaa a kávy. Jako takové mohou být vnímány jako předchůdci moderních hypotékou zajištěných cenných papírů.

„otevřen“ až do prodání všech 2000 akcií[27], které byly rozděleny do dalších dvaceti kategorií. Každá třída akcií byla investována do portfolia o padesáti dluhopisech. Dluhopis vydaný nějakou společností působící na burze, či státem mohl být zastoupen maximálně třemi exempláři v jednom portfoliu. Tím mělo být dosaženo maximální diverzifikace portfolia a minimalizováno riziko z jednotlivých investic. Zřejmým důsledkem předchozí finanční krize a ztráta důvěry ve státní dluhopisy, vedly Abrahama van Ketwiche k investicím, které neobsahovaly anglické ani holandské dluhopisy.

Díky úspěchům této instituce se na trhu začaly objevovat další subjekty zabývající se kolektivním investováním. Bankéři z Ultrechtu založili v roce 1776subjekt Voordeelig en Voorsigtig. Ten se formou a způsobem investování podobal instituci založenou Abrahamem van Ketwichem. Díky úspěšnému ohlasu a investicím na amsterodamské burze založil Abraham van Ketwich svůj druhý podílový fond, který se jmenoval Concordia Res Parvae Crescunt a existoval až do roku 1893, kdy byl rozpuštěn.[28]

Prvním trustem založeným mimo holandské území byl The Foreign and Colonial Government trust[29], který byl založen v Londýně v roce 1868. Tento trust investoval do zahraničních vládních dluhopisů podobně jako dříve založené subjekty v Nizozemí. Investování do trustů a jejich zakládání nabralo na obrátkách, a tak již koncem roku 1875 vzniklo v Londýně na 18 trustů[30], které byly přímými předchůdci uzavřených fondů.

V tomto období vznikl i první trust založený Skotem Robertem Flemingem, který své investice zaměřoval na americký trh, především na americké železniční dluhopisy. Později dostal tento slavný trust název First Scottish American Investment Trust. Na konci 19. století došlo k rozvoji investičních trustů na americkém trhu; ty, měly charakter uzavřených podílových fondů, které vydávaly omezený počet akcií.

---

[27] Rouwenhorst, Gert, K. (2004), str. 8. Další zájemci se museli dostat k akciím na trhu amsterodamské burzy, kde byly volně obchodovatelné.

[28] Rouwenhorst, Gert, K. (2004), str. 12

[29] Trust byla akciová společnost, kotována na místní regionální burze. Kapitál tvořící portfolia jednotlivých trustů byl fixní.

[30] Rouwenhorst, Gert, K. (2004), str. 17

Určitým milníkem se stal rok 1924, kdy došlo k založení prvního otevřeného podílového fondu ve Spojených státech amerických, Massachusetts Investors Trust. Tento fond nepřetržitě prodával své podíly, které mohly být kdykoliv zpětně odkoupeny. Otevřený model se postupně stal dominantním na finančním trhu v oblasti kolektivního investování na celém světě.

3.1. Vývoj ve Spojených státech amerických

I když na finančním trhu v USA působily určité subjekty podporující možnost kolektivního investování, nebo určité jemu podobné formy, rozvoj podílových fondů a investic do forem kolektivního investování byl způsoben až založením Massachusetts Investors Trust v Bostonu[31]. Po jeho založení se na trhu začaly objevovat další podílové fondynabízející své služby. Počáteční boom se zastavil o několik let později Velkou hospodářskou krizí, která vypukla v roce 1929, kdy krach mnoha společností a pokles objemu investic výrazně dopadly na finanční trh. Ani americkému trhu se v jeho počátcích nevyhnuly případy zpronevěry a jiných druhů okrádání investorů fondů, které byly důsledky nejen špatné legislativy.

Ve třicátých letech na vzniklou situaci reagovalo schválení dvou zákonů, které se staly nejdůležitějšími normami pro investory, emitenty cenných papírů a dealery[32]. Vládní komise pro kontrolu burz cenných papírů (Securities and Exchange Commission) dostala za úkol vypracovat předpis, který by upravoval problematiku kolektivního investování na amerických trzích. Tato legislativní norma, která je známa pod „Investment Company Act of 1940“, reguluje nejen kolektivní investování, ale upravuje jednání ředitelů, investičních poradců a zaměstnanců jednotlivých subjektů kolektivního investování[33].

I když finanční trh prošel legislativními úpravami a obecně se očekával návrat důvěryhodnosti, další vývoj na konci třicátých a čtyřicátých let ovlivnila druhá světová válka a vstup USA do ní na straně protihitlerovské koalice. Po válce dochází k postupnému oživení a vzestupu obliby investovat do podílových fondů. Během čtyřicátých let existovalo na

[31]Na počátku 20. let, kdy americká industriální revoluce dosáhla svého vrcholu, obhospodařovali Američané finanční přebytky, které chtěli zhodnotit. Mnohé banky a investiční poradenské firmy, především v New Yorku, Bostonu a Philadelphii, se snažily vymyslet, jak uspokojit stoupající poptávku malých investorů po zhodnocení finančních přebytků.

Tento fond na začátku svého působení obhospodařoval aktiva v hodnotě 50 000 amerických dolarů a v jeho portfoliu bylo 45 akcií.

[32] V roce 1933 byl uzákoněn „The Securities Act of 1933“ (Zákon o cenných papírech) a o rok později „The Securities Exchange Act of 1934“ (Zákon o burzách a cenných papírů).

[33] Jednotlivé zákony je možno číst na stránkách Vládní komise pro regulaci prodeje CP, dostupné na www.sec.gov. Investment Company Act je rozdělen do 65 sekcí a upravuje kromě jiného velikost investiční společnosti, postavení dozorčí rady, uzavřené podílové fondy, změny v investičních strategiích, klasifikuje jednotlivé investiční společnosti, právně definuje možnosti udělení výjimek atd.

americkém trhu méně než 80 fondů, které spravovaly aktiva v úrovni cca 2,5 mld. dolarů (viz následující tabulka).

Tabulka 3-1: Vývoj podílových fondů v USA v letech 1940 - 2007

Vývoj podílových fondů v USA					
rok	**celková čistá aktiva (v mld. dolarů)**	**počet fondů**	**rok**	**celková čistá aktiva (v mld. dolarů)**	**počet fondů**
1940	0,45	68	**1986**	715,67	1835
1945	1,28	73	**1987**	769,17	2312
1950	2,53	98	**1988**	809,37	2737
1955	7,84	125	**1989**	980,67	2935
1960	17,03	161	**1990**	1065,19	3079
1965	35,22	170	**1991**	1393,19	3403
1970	47,62	361	**1992**	1642,54	3824
1971	55,05	392	**1993**	2069,96	4534
1972	59,83	410	**1994**	2155,32	5325
1973	46,52	421	**1995**	2811,29	5725
1974	35,78	431	**1996**	3525,8	6248
1975	45,87	426	**1997**	4468,2	6684
1976	51,28	452	**1998**	5525,21	7314
1977	48,94	477	**1999**	6846,34	7791
1978	55,84	505	**2000**	6964,63	8155
1979	94,51	526	**2001**	6974,91	8305
1980	134,76	564	**2002**	6390,36	8244
1981	241,37	665	**2003**	7414,4	8126
1982	296,68	857	**2004**	8106,94	8041
1983	292,99	1026	**2005**	8904,82	7975
1984	370,68	1243	**2006**	10412,46	8118
1985	495,39	1528	**2007**	12021,03	8029

Zdroj 3-1: ICI FACT BOOK 2008, 2007, 2006, 2005, 2004, www.ici.org

Padesátá a šedesátá léta byla ve znamení dlouhodobého konjunkturního cyklu na amerických trzích; to se pozitivně projevilo i na finančních trzích, kde došlo k nárůstu obchodů s akciemi a dalšími cennými papíry. Tato konjunktura pozitivně působila i na oblast kolektivního investování, kde se rozšířil počet subjektů na trhu i objem aktiv, který spravovaly.[34] Tento pozitivní vývoj přinesl na počátku sedmdesátých let na americký trh nový

[34] Na počátku sedmdesátých let působilo na trhu 361 podílových fondů, které spravovaly 47,62 mld. dolarů. Podrobněji viz tabulka 3-1.

druh fondů. Na trhu se objevily první fondy peněžního trhu[35], které nabízely drobným investorům vyšší úroky než komerční banky. Díky tomuto druhu fondu poklesl zájem o akciové fondy a k výhodám peněžního trhu se dostali i investoři, kteří neznali nic jiného než knížku na svých šekovatelných depozitech.[36]

Po roce 1980 došlo k obrovskému rozkvětu odvětví kolektivního investování, který byl způsoben prudkým růstem ekonomiky; ten vedl k nárůstu finančních přebytků obyvatelstva a k následné snaze o jejich zhodnocení. Malí investoři využívali nabídek podílových fondů, které se od roku 1984 rozrostly o další druh – smíšené podílové fondy.[37] Dalším pozitivním impulsem byl daňový zákon z roku 1986[38] (The Tax Reform Act of 1986), který zvýhodnil penzijní půjčky, a podílové fondy se tak staly významnou součástí penzijního systému. Díky tomuto zvýhodnění bylo opět podpořeno investování do podílových fondů.

Reakcí na stávající situaci, kdy došlo k rozšíření typů fondů a distribučních kanálů, byla novelizace Investment Company Act of 1940 v roce 1996. Ta právně podchytila nově vzniklé typy fondů a druhy firem, které je nabízely. Důraz kladla na ochranu investorské společnosti. Poupravila pravidla ve její správě, délku kontraktů vrcholového managementu omezila na dva roky a změnila chování institucí při změnách investičních strategií oproti zákonu z roku 1940. Nově musejí být změny strategie odsouhlaseny akcionáři společnosti. Tyto dvě legislativní úpravy pomohly řešit nárůst investic a počtu subjektů a přispěly k dalšímu rozvoji podílových fondů.

Ke krátkodobému poklesu investic do podílových fondů a hodnot čistých aktiv spravovaných podílovými fondy došlo na přelomu tisíciletí, který byl způsoben teroristickým útokem na finanční centrum v New Yorku v roce 2001 a světovými finančními krizemi.[39]

---

[35] Fondy peněžního trhu se staly populárními nástroji pro řízení hotovosti mezi velkými korporacemi, pojišťovnami a dalšími subjekty finančního trhu.

[36] Fondy peněžního trhu rychle ovládly trh podílových fondů. V roce 1984 byl jejich podíl na celkovém objemu čistých aktiv na trhu 63%. V současné době jsou na druhém místě za kapitálovými fondy (viz příloha č. 6).

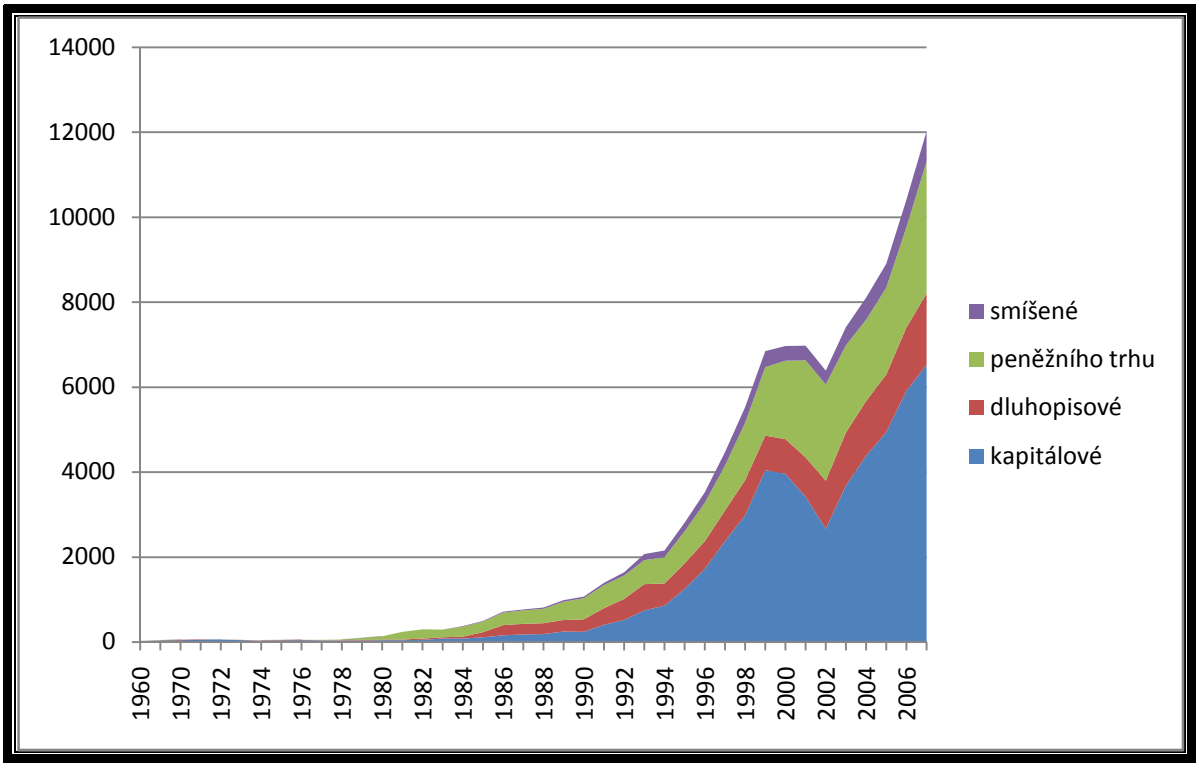
[37] Vývoj podílu na trhu viz příloha č. 6.

[38] Tax Reform Act of 1986 nahradil Tax Reform Act of 1969. Poslední novelizace zákona byla provedena v roce 2007 a je známa jako Tax Reduction and Reform Act of 2007.

[39] Podrobněji viz tabulka 3-1 nebo graf 3-1, či v příloze č. 6.

V současné době působí na americkém trhu 8029 podílových fondů (z toho je 668 UPF), které spravují aktiva v hodnotě zhruba 12 bilionů dolarů (z toho 315 mld. dolarů v UPF).[40]

Graf 3-1: Čistá aktiva v podílových fondech v USA v letech 1960 – 2007 (v mld. dolarů)



Zdroj 3-2: www.ici.org, ICI FACT BOOK 2008

[40] Podrobněji viz tabulky a grafy v příloze č. 6, nebo www.ici.org.

3.2. Vývoj na evropských trzích

Historické počátky kolektivního investování na evropském kontinentu spadají již do druhé poloviny 18. století, kdy se v Holandsku objevil první právní subjekt zabývající se určitou formou kolektivního investování.[41] Za prvního předchůdce podílových fondů, blízký dnešnímu pojetí, lze považovat britský The Foreign and Colonial Government Trust, který byl založen v Londýně v šedesátých letech 19. století. I když trusty získaly v Anglii a ve Skotsku na oblibě, o významném vývoji se dá hovořit až od třicátých let 20. století, kdy ve Francii byly zakládány „Société d´ Investissement à Capital Fixe“[42] Počáteční vývoj byl však zpomalen druhou světovou válkou.

Obrat k lepším časům nastal až v padesátých letech, kdy ve Francii došlo k zakládání „Société d´Investissement à Capital Variable“[43], a zejména pak v jejich závěru, kdy významný impuls s rozvoji kolektivního investování přinesla smlouva zakládající Evropské hospodářské společenství (1958). V této smlouvě je ukotven jeden z cílů společenství, kterým je volný pohyb kapitálu mezi členskými zeměmi.[44] Ve stejném roce byl podepsán Zákon prevence proti zpronevěře, který měl řešit problém nedostatečné regulace podílových fondů.

I na evropském trhu však se postupně začaly projevovat jinak celosvětové hospodářské obtíže, které donutily investory měnit strategie a které, podobně jako na americkém trhu, daly podnět ke vzniku nových typů podílových fondů. Těm se stejně jako v USA staly fondy peněžního trhu. Tento druh fondu se prvně objevil ve Francii jako „Société d´Investissement à Capital Variable monétaires. Díky těmto fondům se Francie postupně stala evropským leaderem v objemu investic do otevřených podílových fondů[45].

---

[41] Podrobněji viz úvod této kapitoly.

[42] Jednalo se o uzavřené fondy, které byly kotovány na pařížské burze. Českému legislativnímu pojetí nejlépe odpovídaly IF.

[43] Tyto otevřené fondy využívaly systém zpětného odkupu a neustálé emise.

[44] Volný pohyb kapitálu byl v tzv. Římských smlouvách upraven v článku 67 a dodnes je jedním z cílů Evropské unie.

[45] Dnes je Francie druhá za Lucemburskem.

Vývoj v osmdesátých letech nutil zástupce Evropského hospodářského společenství legislativně reagovat na vzniklou situaci, aby se vývoj na finančních trzích nevymknul kontrole; proto Rada Evropského společenství vydala 20. prosince 1985 směrnici[46], která je známá jako UCITS[47] I a která plnila roli legislativního koordinátora v oblasti kolektivního investování v převoditelných cenných papírech. Na základě této legislativní úpravy mohly investiční společnosti investovat i na ostatních trzích v rámci Evropského společenství než na mateřském trhu.[48]

Postupem času, tak jak docházelo k pozitivnímu vývoji na finančních trzích a i objemy investic se v oblasti kolektivního investování zvyšovaly, bylo nutné stávající právní úpravu novelizovat, aby odpovídala současnému dění.[49]

UCITS I byl novelizován dvěma směrnicemi (produktovou a řídící), které rozšířily legislativu UCITS I (dnes mluvíme o UCITS III). Produktová směrnice rozšířila možnosti a typy investičních instrumentů, do kterých investiční společnosti mohou vložit své peněžní prostředky. UCITS III se snaží i o větší ochranu jednotlivých klientů investiční společností, potažmo fondů, snaží se předcházet konfliktům mezi investory a manažery fondů, stanovuje pevné hranice základního kapitálu při zakládání investičních společností[50] a vytváří tlak na zlepšování informovanosti investorů.[51]

---

[46] 85/611/EEC

[47] Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

[48] Směrnice UCITS I byla novelizována novými směrnicemi (produktovou a řídící) v roce 2001, které podstatně rozšířily evropskou legislativu. V současné době se tato směrnice jmenuje UCITS III.

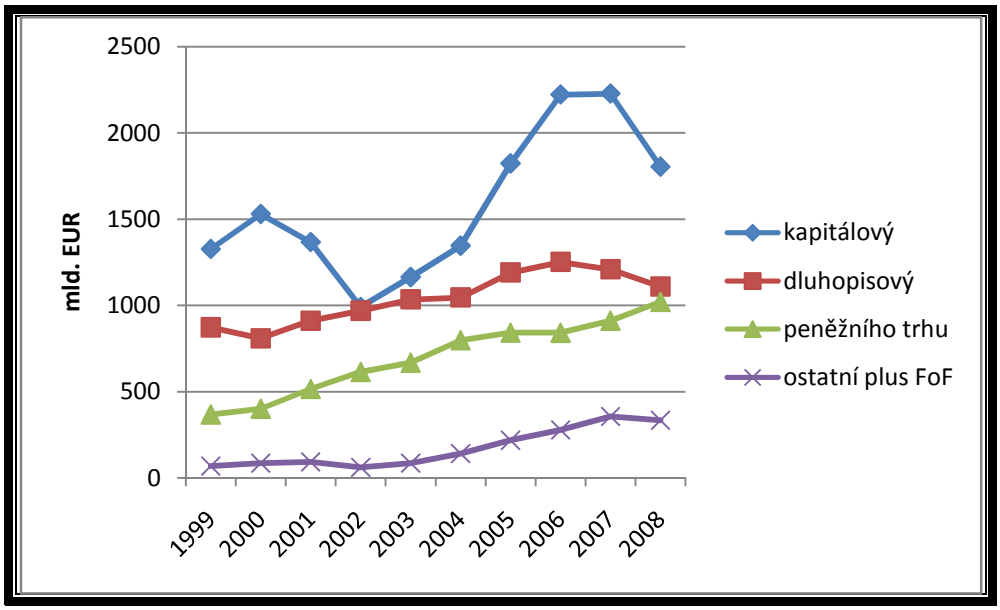
[49] Iinvestiční fondy na evropském trhu spravují aktiva v hodnotě téměř 8 bilionů eur a na trhu působí 53% ze všech světových podílových fondů.

[50] Základní kapitál musí být v intervalu od 730 tis. euro do 2,5 mil. euro.

[51] Pro podrobnější informace www.cnb.cz, nebo www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_uci - 25k.

V současné době je evropský trh rozdělen na fondy, které splňují legislativu UCITS III a fondy, které ji nesplňují. Jak vyplývá z následujícího grafu, nejvíce se investuje do kapitálových fondů[52], nejméně do fondů fondů[53].[54]

Graf 3-2: Trendy na evropském finančním trhu ve fondech splňující směrnice EU v letech 1999 – 31. března 2008 (v mld. eur)[55]



Zdroj 3-3: EFAMA, FEFSI

[52] K 31. březnu 2008 byla hodnota čistých aktiv spravovaných v kapitálových fondech splňující předpisy UCITS III 1803 mld. eur (http://www.efama.org). Podrobněji o vývoji čistých aktiv v jednotlivých druzích investičních fondů.

[53] K 31. březnu 2008 byla hodnota čistých aktiv spravovaných ve fondech fondů 91 mld. eur (ve statistice nejsou zahrnuty fondy fondů ve Francii, Lucembursku a Itálii.).

[54] Podrobnější statistické údaje jsou součástí přílohy č. 6.

[55] Pro komentář ke grafu viz příloha č. 6, tabulka 7-3.

3.3. Vývoj mimo dva největší trhy

Třetím nejvýznamnějším centrem je oblast jihovýchodní Asie. Zejména se jedná o tradiční japonský trh, na kterém se první profesní organizace, která podporovala odvětví kolektivního investování, objevila v padesátých letech[56]. Japonsko bylo až do nedávna největším trhem regionu, ale v roce 2006 bylo předstiženo Hong Kongem, který je v současné době, co do počtu hodnoty čistých aktiv[57], leaderem v této oblasti. K těmto dvěma trhům se pomalu blíží obrovský čínský trh, na kterém se kolektivní investování začalo vyvíjet až po roce 1991.[58]

Na pomezí asijského a evropského geopolitického prostoru leží ruský trh. Rusko ovlivnilo vývoj mnoha ekonomik především po druhé světové válce, kdy došlo k rozdělení světa mezi dvě mocnosti, a proto je v další části kapitoly nastíněn vývoj kolektivního investování v této oblasti.

3.3.1. Vývoj v Rusku od počátků ruské privatizace po současnost

Oproti americkému a evropskému vývoji spadá počátek kolektivního investování na ruském finančním trhu do počátku devadesátých let 20. století. Vývoj ruského kolektivního investování je podobný československému, respektive českému formátu. Rusko, po pádu komunistického režimu a rozpadu Svazu sovětských socialistických republik, přistoupilo k privatizaci státního majetku. Rusko společně s Českou republikou byly první postkomunistické země, které provedly privatizaci tak velkého objemu majetku. Další se do privatizace zapojovaly postupně. Problematikou ruské privatizace se podrobně zabývali Pistor a Spicer (1997), kteří provedli podrobnou analýzu trhu a chování subjektů. Některé závěry z této studie jsou uvedeny v následující části.

---

[56] Jednalo se o Investment Trust Association (založena 1957), podrobněji o této instituci a japonském trhu na http://www.toushin.or.jp/english/index.html.

[57] Japonské podílové fondy držely 713 998 mil. dolarů v čistých aktivech ke konci roku 2007, naproti tomu Hong Kong vykázal hodnotu čistých aktiv ve svých fondech rovnu 818 421 mil. dolarů.(ICI FACT BOOK 2008)

[58]Podrobněji o vývoji čínského trhu viz Fajtová (2003/2004).

Ruská privatizace, stejně jako česká[59], probíhala na základě „free market model“[60], který nabízí nejvyšší stupeň nabídky pro domácí širokou veřejnost i pro privatizační fondy. Tento model byl posléze využit i v Bulharsku, na Ukrajině a v dalších zemích světa. Po ukončení privatizačního procesu, podobně jako v České republice, docházelo k poklesu počtu privatizačních fondů. Na trhu kolektivního investování začaly hrát dominantní úlohu banky, které skupovaly velké množství akcií ve významných podnicích. Na konci privatizačního období (1993) bylo v Rusku registrováno 636 investičních privatizačních fondů.[61] O tři roky později z nich bylo aktivních pouze okolo 350, avšak jenom 25-30 fondů hrálo důležitou roli.[62] Skladba jejich portfolií byla z dlouhodobého hlediska perspektivní. Za úspěchem tohoto malého množství fondů stála dobrá investiční strategie, při níž fondy investovaly do takových akcií, jež z dlouhodobého hlediska vykazovaly výnosové tendence.

Na druhou stranu byl pád ruských privatizačních fondů způsoben dvěma negativními faktory. Prvním byla slabá garance investičních fondů na dosahování zisků z investic. Druhým byla pasivní činnost vlády, která místo podpory privatizačních fondů a vytváření podmínek pro instituce kolektivního investování, jež by vycházely z privatizačních fondů, uzákonila formu otevřených podílových fondů. I když se mnohé fondy snažily o transformaci z uzavřených fondů na otevřené již v roce 1995, mechanismy jejich přeměny nebyly stanoveny ani v následujícím roce.

Ruské kolektivní investování se potýkalo v polovině devadesátých let 20. století se stejným fenoménem jako české finanční trhy. Díky špatným regulačním zákonům a nedokonalé ochraně investora se na trhu objevilo velké množství nelicencovaných subjektů, které lákaly malé investory na obrovské výnosy[63]. Ve skutečnosti však došlo ke zpronevěře majetku investorů. Pistor a Spicer uvádějí, že existovalo cca 20000 subjektů, které neměly

[59] Průběh české privatizace je detailně popsán v kapitole 4.2.

[60] Neomezený tržní model

[61] Pistor, Spicer (1997), str. 8.

[62] Nejvíce ziskovými fondy byly ty největší, které byly součástí velkých finančních skupin. Např. privatizační fond Alpha-Capital byl součástí Alhpa Group Consortium.

[63] Některé slibovaly i zhodnocení investic kolem 1000% ročně. Nejznámější společností byla MMM, která nalákala více než 5 milionů investorů.

oprávnění od vlády provozovat činnost. I přesto se jim podařilo nalákat okolo 80 milionů drobných investorů a zpronevěřit 50-70 bilionů rublů.

Na konci roku 1998 působilo na ruském trhu pouze 28 podílových fondů[64], které spravovaly aktiva v hodnotě 29 milionů amerických dolarů.[65] I když se počet fondů měnil jen pozvolna, objem spravovaných aktiv se zvětšoval obrovskou rychlostí. K prolomení miliardové hranice dolarů došlo mezi lety 2003 a 2004. Na konci roku 2007 působilo na ruském trhu 533 podílových fondů, řídících majetek v hodnotě 7,175 miliard dolarů.[66]

V porovnání s jinými světovými trhy se ten ruský řadí co do objemu a počtu fondů mezi malé trhy, který v sobě skýtá velký potenciál, o jehož dalším růstu nelze do budoucnosti pochybovat (obdobný závěr můžeme konstatovat i pro čínský trh). Vše bude záležet na legislativní ochraně investorů a na vytvoření takových podmínek pro vývoj subjektů kolektivního investování, aby znovu nedošlo k situaci z poloviny devadesátých let minulého století.

[64] V této statistice nejsou rozdíly mezi otevřenými a uzavřenými podílovými fondy. Data jsou čerpány z www.ici.org. I definice podílových fondů se může lišit od ruských definic, a tak data nemusejí odpovídat skutečnosti. Navíc americké statistické úřady nezahrnují do statistik fondy fondů.

[65] Podrobněji o vývoji subjektů kolektivního investování a jejich aktiv v Rusku viz tabulka a graf v příloze č. 6.

[66] Graf vývoje objemu obhospodařovaného majetku je součástí přílohy k této práci (příloha č. 6).

Tabulka 3-2: Vývoj ruského kolektivního investování do podílových fondů za období 1998-2007[67]

Rok	počet fondů	objem obhospodařovaného majetku (v mil. dolarů)
1998	28	29
1999	27	177
2000	37	177
2001	51	297
2002	57	372
2003	132	851
2004	210	1347
2005	257	2417
2006	358	5659
2007	533	7175

Zdroj 3-4: www.ici.org

[67] Fondy fondů nejsou ve statistice obsaženy. Nepřesnosti v datech jednotlivých statistických knihoven jsou způsobeny volností a v různé definici podílových fondů a co do této skupiny zahrnujeme. Další informace na www.ici.org/stats/mf/arcglo/index.html.

4. Vývoj českých fondů a jejich právní rámec

Tato kapitola je věnována vývoji a druhům českých fondů v období od devadesátých let minulého století až po současnost. V České republice (ČR) došlo na počátku devadesátých let, kdy celý transformační proces byl teprve v počátcích, k nepředvídatelnému vývoji nejen v oblasti kolektivního investování, ale v zásadě na všech finančních trzích; tento vývoj byl důsledkem institucionální a právní nepřipravenosti. Na počátku celého procesu byly zakládány zejména uzavřené podílové a privatizační fondy. Ty se následně staly nedílnou součástí kupónové privatizace[68].

Významným krokem vpřed bylo uzákonění povinného otevření uzavřených fondů v průběhu rozsáhlé finanční krize na českém kapitálovém trhu v roce 1998. Po této novele původního zákona[69] mohlo dojít k zakládání uzavřených fondů pouze na dobu určitou - maximálně deset let. Před vstupem České republiky do Evropské unie (EU) existovalo na kapitálovém trhu jen několik málo uzavřených fondů, které buď procházely likvidací, nebo přecházely na otevřené fondy. K další právní úpravě došlo vstupem ČR do EU, kdy se ČR musela přizpůsobit standardům EU.

První část kapitoly bude věnována zákonu o kolektivním investování z roku 2004[70] a jeho následné novele[71]. Druhá část bude věnována historickému vývoji českých fondů od devadesátých let po současnost se zaměřením na dobu kupónové privatizace a dobu před vstupem ČR do EU. Na statistických datech bude názorně ukázána ztráta důvěry investorů

---

[68] Kupónová privatizace je jedna z metod přerozdělení státního majetku na majetek soukromý. Jednotlivý investoři si koupí kupónovou knížku a na jejím základě si mohou zajistit podíl ve státní společnosti. Kupónová privatizace byla zahájena v roce 1992. V první vlně, která proběhla na celém území tehdejší Československé socialistické federativní republiky (ČSFR) došlo k odstátnění 1491 firem – 988 na území ČR a 503 na území Slovenské republiky (SR) v hodnotě za 299 miliard korun československých (Kčs) (**Estrin, Saul, Nuti, D. Mario, Uvalic, Milicia,** 2000). Druhá vlna proběhla v letech 1993 až 3. prosince 1994 pouze na území ČR. Podrobnějšímu dopadu na kolektivní investování v rámci kupónové privatizace se věnuje pozdější část této kapitoly.

[69] Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

[70] Zákon č 189/2004 SB., o kolektivním investování, dostupný na http://zakony.finance.cz

[71] Novela zákona o kolektivním investování (zákon č.224/2006 Sb.)

během krize v roce 1998, zánik mnohých podílových a investičních fondů v devadesátých letech, zpronevěření majetku („české tunelování“) apod. Poslední část kapitoly bude věnována vývoji investičních fondů po vstupu ČR do EU. Poté demonstruji expanzi tohoto způsobu investování a objemu investic, které byly uskutečněny na finančních trzích v rámci kolektivního investování.

4.1. Právní výklad kolektivního investování v České republice ze zákona z roku 2004

Na zcela nové podobě zákona o kolektivním investování se začalo pracovat na přelomu století. Již v roce 2000 začal vznikat ve spolupráci Ministerstva financí České republiky (MFČR), Komise pro cenné papíry (KCP) a Unie investičních společností ČR (UNIS ČR) ideový záměr. Zákon byl sice připraven na schválení již v roce 2002, ale k jeho schválení a nabytí účinnosti došlo až o dva roky později (2004).

Podle nového zákona o kolektivním investování je předmětem kolektivního investování *„shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku*“[72]. Tento zákon má v sobě implementovány směrnice právní úpravy evropské investiční oblasti - UCITS III. Její vývoj a hlavní cíle byly uvedeny v kapitole 3.2.

4.1.1. Právní úpravy[73]

Fondem kolektivního investování mohou být investiční fondy (IF) nebo podílové fondy (PF). Druhé možné dělení je provedeno na základě platných norem EU. Standardním fondem se rozumí fond, jenž splňuje právní požadavky Evropské unie. V opačném případě se jedná o fond speciální.

Investiční fond je právnická osoba, která dostala povolení k podnikání od České národní banky (ČNB). Je založen na dobu určitou, která musí být uvedena ve statutu. Investiční fond musí být založen jako akciová společnost. Akcie investičního fondu mají stejnou jmenovitou hodnotu a jsou volně obchodovatelné na burze. Při zájmu investora o vystoupení z investičního fondu musí investor najít kupce svých akcií.

[72] § 2 a, zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

[73] Zpracováno na základě zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

Investiční společnost (IS) je právnická osoba, která je zakládána za účelem kolektivního investování na území České republiky, popřípadě na území Evropské unie. ČNB udílí povolení k činnosti pouze investičním společnostem, které byly založeny jako akciové společnosti. IS zakládá a obhospodařuje podílové fondy a investiční fondy a může také obhospodařovat majetek individuálních klientů. Akcie vydané investiční společností musejí být na jméno. Chce-li investiční společnost rozšířit aktivity do ostatních zemí EU, musí o tom informovat ČNB.

Podílový fond (PF) je zakládán investiční společností, která vydává podílové listy podílového fondu. Nemá statut právnické osoby a může být založen ve formě otevřeného podílového fondu (OPF), resp. uzavřeného podílového fondu (resp. UPF). O jeho vytvoření rozhoduje ČNB. Prostředky PF obhospodařuje IS a jsou majetkem všech podílníků, kteří nemají vliv na hospodaření podílového fondu.

Otevřený podílový fond může emitovat neomezené množství podílových listů. S tímto listem je spojeno právo následného zpětného odkupu, pokud o to vlastník podílového listu požádá. Investiční společnost obhospodařující podílový fond daného podílového listu je povinna podílový list zpětně odkoupit. Cena podílového listu je stanovena aktuální hodnotou, která byla vyhlášena k rozhodnému dni.

Uzavřený podílový fond se vytváří na dobu určitou. Po uplynutí stanovené doby vstoupí UPF do likvidace, anebo dojde k jeho přeměně na OPF. U uzavřených podílových fondů není podílový list spojen s právem vlastníka na zpětný odkup. Cena podílového listu je stanovena, stejně jako u OPF, aktuální hodnotou k rozhodnému dni.

Standardní fond shromažďuje finanční prostředky od malých investorů, široké veřejnosti, a nabývá formy otevřeného podílového fondu. Standardní fond investuje na principu minimalizace rizika do cenných papírů (CP), finančních derivátů a nástrojů peněžního trhu[74].

[74] Zákon o kolektivním investování přesně vymezuje finanční aktivity standardního fondu. Zákon zakazuje investovat Standardnímu fondu do drahých kovů, nebo certifikátů, které by drahé kovy zastupovaly.

Speciální fond může shromažďovat finanční prostředky k investicím od široké veřejnosti, anebo od kvalifikovaných investorů[75]. Speciální fond může shromažďovat finanční prostředky k investicím od široké veřejnosti, anebo od kvalifikovaných investorů. Speciální fond může být založen jako investiční fond, otevřený podílový fond, nebo uzavřený podílový fond. Speciální fondy držící finanční prostředky od široké veřejnosti se dělí na fond cenných papírů, speciální fond nemovitostí a speciální fond fondů.

Speciální fond cenných papírů investuje převážně do státních dluhopisů, investičních cenných papírů, dluhopisů vydaných centrální bankou, nebo dluhopisů vydaných jinou bankou. Nemá stanovenou minimální částku, která musí být proinvestována avšak rozložení portfolia, maximální množství investic do jednotlivých produktů je přesně vymezeno zákonem.

Speciální fond nemovitostí se zakládá jako otevřený podílový fond a jeho portfolio je tvořeno nemovitostmi, které jsou nakupovány za účelem zisku. Jedná se především o nákup pozemků a budov, jejich výstavby a nabývání účasti v developerských společnostech, přičemž účast v jedné nemovitosti nebo společnosti nesmí tvořit více než 20 % hodnoty portfolia.

Speciální fond fondů investuje do takových cenných papírů, které byly emitovány jiným fondem kolektivního investování podléhajícímu kontrole tamních regulačních orgánů. V jejich případě nejsou stanoveny žádné limity pro výši investic jednotlivých klientů

4.1.2. **Nedostatky zákona o kolektivním investování**

Přes veškerou snahu zúčastněných stran nebyla podoba zákona vyhovující pro další vývoj v České republice. V případě některých speciálních fondů byly minimální investiční limity v takové výši, že znemožňovaly participaci běžných investorů. Nemovitostní fondy si musely nechávat ohodnocovat majetek fondu na konci každého účetního období. Efektivní fungování „hedge funds“ bylo omezeno požadavkem na vznik depozitáře a jeho následnou činnost ve fondu.

[75] Činnost fondu, který shromažďuje finanční prostředky od kvalifikovaných investorů, byla řádně zpracována a definována až v následné novele zákona o kolektivním investování.

4.1.3. **Novela zákona kolektivního investování**

První novela zákona o kolektivním investování, která reagovala na ohlasy po zavedení zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, byla vyhlášena ve Sbírce zákonů dne 26. května 2006[76]. Jejím hlavním cílem bylo odstranění technických chyb v zákonu o kolektivním investování a stanovení pravidel pro fondy kvalifikovaných investorů[77]. Podle této novely bude možno založit čtyři druhy speciálních fondů: fondy nemovitostí, fondy fondů, fondy cenných papírů a fondy kvalifikovaných investorů.

Nemovitostní fondy mají v české legislativě určitá omezení (omezení likvidity a zadluženosti), která svojí povahou mohou odradit investory od investic. Na druhou stranu nabízejí novou formu kolektivního investování na českém trhu. Novela zrušila předešlé limity, které znesnadňovaly investování do tohoto druhu fondu, a tak došlo ke zpřístupnění investování do nemovitostí pro širokou veřejnost.

Fond kvalifikovaných investorů, od zavedení novely, podléhá nižší regulaci, než tomu bylo na základě zákona o kolektivním investování, a jeho politika bude upravována statutem fondu. Jedná se o fond, který je flexibilnější než nemovitostní fondy a může investovat neomezeně do druhů majetku, který je uveden ve statutu fondu. Fondy kvalifikovaných investorů mohou nabývat i různých právních norem (OPF, UPF, akciová společnost). Byl také omezen maximálních počet právnických a fyzických osob na 100. Tím se omezila distribuce mezi drobné investory.

Díky tomuto fondu se mezinárodním hráčům na českém kapitálovém trhu objevuje zajímavá možnost, jak investovat do nemovitostí na českém území.

Novela dále zefektivňuje dozor nad touto oblastí finančního investování, který je vykonáván od 1. dubna 2006 Českou národní bankou. Zefektivnění by mělo snížit regulační náklady u dozorovaných subjektů, zejména u fondů kvalifikovanou investorů.

---

[76] **Neveselý, David**: Nabytí účinnosti zásadní novely zákona o kolektivním investování, Mladá fronta dnes, 29. května 2006.

[77] Fondy kvalifikovaných investorů nahradily předešlé typy speciálních fondů (fondy rizikového kapitálu, fondy derivátů, fondy smíšené a fondy zvláštního majetku.

4.2. Historický vývoj kolektivního investování v ČR

V době centrálního plánovaní a státního vlastnictví kapitálu bylo vyprodukováno na českém trhu okolo 4 % HDP soukromým sektorem. Po pádu režimu se tehdejší ekonomičtí a političtí strůjci české transformace dohodly na rychlém převodu kapitálu do soukromých rukou za pomocí jedné z mnoha metod privatizace státního majetku.[78] Státní vlastnictví bylo jedno z největších v celé (geopoliticky vzato) Střední Evropě.

Počátek novodobého kolektivního investování v ČR je spjat s prvním kolem kupónové privatizace, které započalo v roce 1991. Vedle privatizačních fondů, které byly otevírány pro cíle kupónové privatizace, docházelo již v roce 1990 k zakládání prvních fondů[79]. Jelikož první zákon o kolektivním investování po revoluci v roce 1989 a pádu režimu vstoupil v platnost až v roce 1992[80], muselo dojít k provizornímu opatření, které zajišťovalo průběh zakládání fondů a jejich následnou činnost. Provizorní opatření stálo na základě zákona o bankách a spořitelnách. Provizorní opatření bylo definováno na základě §14 odst. 2 zákona č. 158/1989 Sb. Tento zákon umožňoval i jiným právnickým osobám přijímat vklady. Povolení bylo vydáváno Státní bankou československou na základě dřívější dohody s federálním ministerstvem financí.

Vývoj kolektivního investování v České republice[81] lze rozdělit do několika období. Prvním je období kupónové privatizace a doba finanční krize, kdy docházelo ke zpronevěřování majetku obyvatelstva nejen vlivem špatné legislativy, v letech 1993 až 1998, která je charakterizována uzavřenými fondy v kupónové privatizaci a přeměnou fondů na

[78] V Československu a následně v České republice byla provedena privatizace pomocí kupónů ve třech vlnách a aukce v malé privatizaci, která proběhla od roku 1990 do 1993.

[79] První investiční společnost (1. IN) byla dceřinou společností Investiční banky. Již v prosinci 1990 založila 1. IN tři fondy – OPFb(Investiční rozvojový fond) a dva UPF (Český fond a Moravskoslezský fond). V březnu 1991 vznikla Investiční kapitálová společnost Komerční banky a v prosinci 1991 Spořitelní investiční společnost. Obě investiční společnosti byly dceřinými společnostmi dvou největších tehdejších tuzemských bank. Investiční kapitálová společnost Komerční banky a v prosinci 1991 Spořitelní investiční společnost však byly založeny zejména pro účast v připravované kupónové privatizaci. V roce 1991 vznikla Spořitelní privatizační IS (SPas), která po založení Spořitelní investiční společnosti přešla pod její správu. V roce 1992 Spořitelní investiční společnost založila tři smíšené OPF (Čechoinvest, Moravoinvest a Rentinvest).

[80] Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

[81] Podrobněji se vývoji kolektivního investování a problematice jednotlivých fondů v ČR na jejich cestě k EU věnuje Jana Fajtová ve své diplomové práci (Fajtová, 1999/2000).

holdingy. Druhým bylo období přelomu tisíciletí (1998 - 2002), které bylo charakterizováno vyčišťováním trhu od neseriozních subjektů a vznikem nových fondů, tzv. otevřených podílových fondů. Třetí perioda probíhá od roku 2002 do současnosti. V této době došlo ke vstupu České republiky do Evropské unie a na kapitálovém trhu byly zlikvidovány poslední uzavřené fondy. Od roku 2002 působí na kapitálovém trhu v rámci možnosti kolektivního investování pouze otevřené fondy (české i zahraniční).[82]

Tabulka 4-1: Vývoj subjektů kolektivního investování od počátku privatizace do vstupu České republiky do Evropské unie[83]

	IS	IF	UPF	OPF	zahraniční fondy
1992	23	256	15	23	0
1993	144	259	153	86	0
1994	155	292	159	92	0
1995	160	258	162	110	0
1996	152	173	117	122	0
1997	118	122	101	139	0
1998	100	84	47	139	0
1999	79	50	19	74	0
2000	36	30	7	87	0
2001	24	20	4	88	209
2002	19	12	0	91	573
2003	14	5	0	70	730

Zdroj 4-1:AKAT ČR, ČNB, KCP

[82] První zahraniční fondy se objevují na českém kapitálovém trhu až v roce 2001 (jedná se o takové fondy, které byly registrovány u KCP). Podrobněji viz tabulka.

[83] V tabulce jsou uvedeny pouze aktivní fondy působící na českém finančním trhu. Fondy, které v této době byly v likvidaci, nejsou součástí této tabulky. U zahraničních subjektů se jedná o fondy registrované u KCP.

4.2.1. **Česká privatizace a vývoj kolektivního investování na počátku devadesátých let**

Kupónová privatizace je jedna z forem převodu státního majetku na majetek soukromý. Dochází k vytvoření silného domácího kapitálového trhu, který je nezbytnou součástí efektivního fungování tržní ekonomiky. Také je nutný k otevření ekonomiky pro zahraniční investory, mající zkušenosti z vyspělých kapitálových trhů. Jejich účast byla v období centrálně plánované ekonomiky a státního vlastnictví veškerého majetku značně limitována. Kupónová privatizace hledá instituce, které se ujmou hospodaření s majetkem dříve státních podniků.

Kupónová metoda privatizačního procesu řeší minimálně dva problémy, se kterými se běžně setkáváme na finančních trzích. Nezkušené obyvatelstvo, které nemá žádné informace a není vzděláno v této oblasti investování, je jedním z těchto problémů. I druhý problém se týká široké veřejnosti. Běžný občan neměl na počátku devadesátých let významnější finanční prostředky, které by mohl a uměl investovat do různých produktů finančního trhu.

Myšlenkou kupónové privatizace a celého privatizačního projektu je sladit veřejný sektor se státním a omezit zásahy státu do celkového chodu společnosti, politiky, kultury a ekonomiky.[84] Privatizace podniků odstranila a/nebo minimalizovala státní moc v daném ekonomickém subjektu a převedla rozhodovací práva na jiné ekonomické subjekty. Obecně však nedochází ke kompletní privatizaci, ale pouze k částečné, tzn. stát si ponechá alespoň minimální možnost kontroly.[85]

Znakem české privatizace byla snaha o rychlý převod státního majetku nikoliv za peníze, ale za investiční kupóny, na co nejširší spektrum investorů.[86] Obyvatelstvo nebo drobní investoři si mohli nakoupit kupónovou knížku a obsažené kupóny investovat do akcií

[84] Cílů kupónové privatizace lze dosáhnout dvěma prostředky - snížením rozsahu státního vlastnictví a zúžením okruhu problémů a záležitostí, které se považují za veřejné (podrobněji viz Tříska (1991)).

[85] „Privatizovat lze částečně úplně, z malé části, z podstatné části nebo stoprocentně.“ (Tříska, 1991). Dušan Tříska navrhl schéma kupónové privatizace v Československu, kdy tři procenta měla jít do Restitučního investičního fondu a zbývajících 97 % akcií do privatizačního programu.

[86] K převodu docházelo na základě zákona z února 1991 – Zákon o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby.

jimi vybraných společností, které byly nabízeny v jednotlivých vlnách privatizace. Mohli je také svěřit investičním privatizačním fondům, později investičním fondům. Na jednu kupónovou knížku, která obsahovala 1000 kupónových bodů, bylo možné nakoupit akcie maximálně 10 společností.[87] Investiční fondy sbíraly kupóny a následně je investovaly do akcií různých společností, aby diverzifikovaly riziko a zhodnocovaly investovaný kapitál jednotlivých drobných investorů.

Účast na kupónové privatizaci byla ze strany obyvatelstva překvapivě vysoká. První vlny se zúčastnilo 5,95 milionů obyvatel. Druhé vlny dokonce 6,16 miliónů obyvatel, což představovalo více než 75 % oprávněných obyvatel.[88] Přímou investici využilo přes 2,6 milionů občanů, kteří získali majetek v hodnotě 101,8 miliard Kčs.

4.2.1.1. Malá privatizace

Malá privatizace probíhala od roku 1990 do roku 1993, kdy došlo k nabídnutí více než 20 000 jednotek. Zvolenou privatizační metodou se stala aukce, která garantuje poctivost, transparentnost a přináší velký výnos pro vládu. Tato metoda vynesla více než 30 miliard Kčs.[89] Malá privatizace vylučovala ekonomické subjekty ze zahraničí a subjekty, které měly být následně zprivatizovány v rámci kupónové privatizace.

[87] V první vlně kupónové privatizace se kupónové knížky s 1000 body kupovaly za 1035 Kčs a ve druhém kole se stejně bodově dotovaná knížka kupovala za 1050 Kč. Minimální nákup akcií musel být proveden za 100 investičních bodů.

[88] K oprávněným obyvatelům mající možnost nakupovat kupónové knížky patřili lidé starší 18 let. Mejstřík, Laštovička, Marcinčin (1994) uvádějí 8,56 milionů obyvatel, kteří se privatizace zúčastnili – jedná se o celkový počet účastníku na československém území.

[89] Podrobněji viz tabulka Malá privatizace v letech 1991 - 1993 (čtvrtletní data).

Tabulka 4-2: Malá privatizace v letech 1991 - 1993 (čtvrtletní data)

	1991				1993			1993	celkem
	I	II	III	IV	I	II	III a IV		
jednotek	925	5882	4280	4204	2775	2138	1498	640	**22342**
CZK miliard	0,5	4,60	5,4	7,8	4,8	3,5	2,8	0,8	**30,2**

Zdroj 4-2:Dlouhý, V., Mládek, J: Privatization and Corporate Control in the Czech Republic

4.2.1.2. První vlna kupónové privatizace

První vlna kupónové privatizace probíhala od roku 1991 do června 1993.[90] Bylo to období, kdy privatizací prošlo nejvíce subjektů a probíhající transformační proces, ke kterému došlo, byl provázen za „pochodu“ s určitými chybami.

Stát se během první vlny rozhodl zprivatizovat 2285 společností, ale ve skutečnosti byly nabídnuty akcie pouze 1491 velkých a středně velkých společností v celkové účetní hodnotě 299,4 miliard Kč.[91] Do privatizačního procesu vstoupilo také pět finančních institucí, mezi které patřily Komerční banka, Živnostenská banka, Investiční banka a Česká spořitelna s Českou pojišťovnou.

Nejdůležitějším průlomem, který nastal v průběhu první vlny privatizace a který ovlivnil kolektivní investování, regulaci investičních společností a jejich vznik, byl zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF). Vstoupil v platnost na konci května 1992. Zákon ovlivnil právní rámec českého kolektivního investování na dalších 12 let, až do doby, než musela Česká republika přizpůsobit právní normy vzhledem ke vstupu do Evropské unie. Zákon rozděloval fondy na otevřené, uzavřené a investiční. ZISIF obsahoval možnosti jak omezit správcovské společnosti v zájmu ochrany investorů. Jednalo se o právní formu, informační povinnosti, povolení vzniku, způsob

[90] Registrace zájemců zahájena 1. 11. 1991

[91] Podrobněji viz Mejstřík, Laštovička, Marcinčin, (1994) nebo Dlouhý, Mládek: **:** Privatization and corporate control in the Czech Republic

regulace atd. Zákon zavedl i roli depozitáře, který měl za úkol kontrolovat investiční společnosti při správě majetku daného fondu.

ZISIF nezaručoval investorům dostatečnou ochranu, neurčoval odpovědnost správce a nezavedl dostatečný dohled nad subjekty kolektivního investování. Jeho negativní dopad se projevil nejen během transformace na počátku devadesátých let, ale i během období po privatizaci, které vedlo až k obrovské krizi v roce 1998.

4.2.1.3. Druhá vlna kupónové privatizace

Druhá vlna kupónové privatizace byla zahájena 11. dubna 1994. Byla rozdělena do šesti kol, během kterých se nabízely akcie z první i druhé privatizační vlny. Nabídkovou stranu připravilo Ministerstvo pro správu národního majetku a jeho privatizaci spolu s Fondem národního majetku a Pozemkovým fondem podle schválených privatizačních projektů. Celkově byly vyprodány akcie 268 společností.

Před druhou vlnou byly provedeny právní úpravy, které přispěly k legislativním změnám.[92] Investiční fondy nebyly pouze akciovými společnostmi jako během prvního kola kupónové privatizace, ale změnily strukturu na otevřené, popřípadě uzavřené investiční fondy, ve kterých investor již nemá rozhodovací práva.

4.2.1.4. Fondy v kupónové privatizaci

I když podle původních představ měly fondy hrát pouze nepatrnou roli v transformačním procesu a v převodu státního majetku do soukromých rukou, proces kupónové privatizace byl obrovským impulzem pro jejich rozvoj a rozvoj kolektivního investování vůbec. Díky neuvěřitelným slibům souvisejících s hodnocením investic získaly investiční podílové fondy během prvního kola kupónové privatizace okolo 72 % všech privatizačních kupónů. Prvních 14 investičních skupin kontrolovalo 4,744 milionů kupónů,

[92] Právním podkladem se stala novela transformačního zákona č. 92/1991 Sb., která byla schválena Parlamentem České republiky 8. července 1993.

což bylo 77 % všech kupónů svěřených IPF. Mezi těchto 14 společností patřily banky, pojišťovny, PPF atd.[93]

Tabulka 4-3: 14 největších investičních společností během první vlny kupónové privatizace

pořadí	jméno IS	počet fondů	kupónové body (v milionech)	počet akcií (v milionech)
1	Česká Spořitelna Praha	1	950	21
2	Investiční Banka, Praha	12	724	14
3	Harvardské fondy	8	638	15
4	Všeobecna Úvěrová, Bratislava	1	500	12
5	Komerční banka	1	465	12
6	Česká pojišťovna	1	334	8
7	Slovenské Investície s.r.o.	1	188	5
8	Slovenská Sporiteľňa & VSŽ Košice	4	169	8
9	Creditanstalt	2	166	4
10	PPF	4	118	5
11	Slovenská IB	12	145	5
12	Živnostenská banka	1	118	2
13	Slovenská pojišťovna	6	117	4
14	Agrobanka	17	112	4
	Celkem	**71**	**4744**	**119**

Zdroj 4-3: Dlouhý, Mládek: Privatization and corporate control in the Czech Republic

Fondy se specializovaly na diverzifikaci rizika, která vzhledem ke strategickým úvahám fondů byla nedostatečná, neboť se jednotlivé fondy snažily získat více než 50 % akcií privatizovaných společností a mohly je tak ovládat. Jednotliví investoři se stali nositeli práv, která jsou spojena s držením akcií.

Naprostá většina fondů v privatizaci byly fondy uzavřené nebo IF, které svojí povahou představovaly fondy uzavřené. Fondy v privatizaci vznikly jako nástroj pro umístění kupónových bodů nikoliv jako fondy pro zhodnocování investic.

[93] Podrobnější rozklad investičních skupin a množství fondů, které obhospodařovaly je uveden v tabulce č. 2-3.

4.2.1.5. Dopad kupónové privatizace na kolektivní investování

Kupónová privatizace ovlivnila české kolektivní investování a vývoj kapitálového trhu nevídaným způsobem. Během několika let vzniklo velké množství různých forem fondů, především uzavřených, investičních společností a jiných subjektů kapitálového trhu, které obchodovaly s nabídnutým, ale úzce limitovaným portfoliem. Nabízené portfolio bylo tvořeno pouze akciemi podniků, které byly přímo zařazeny do privatizačního procesu.

Nedostatečná regulace trhu a legislativní problémy nedokázaly přilákat zahraniční subjekty. První zahraniční fondy se na českém kapitálovém trhu objevují až po provedených legislativních změnách a zavedení regulačního orgánu v roce 2001.[94]

Legislativní nedokonalost, neúčinný státní dozor a nedostatečná ochrana investorů umožňovaly klamavou reklamou na vysoký výnos nalákat drobné investory a zpronevěřit jejich investice. Nejznámějším příkladem oklamání investorů na českém finančním trhu byly Harvardské fondy, které připravily akcionáře a podílníky o zhruba 20 miliard Kč.[95]

4.2.2. Vývoj po kupónové privatizaci

Konec privatizačního cyklu[96] byl charakterizován dvěma různými procesy, které se odehrávaly během druhé poloviny devadesátých let. Prvním byl pozvolný nástup korunových otevřených podílových fondů,[97] které v současné době na jednotlivých trzích převládají.

[94] Jedná se o zřízení regulatorního orgánu Komise pro cenné papíry a o ZISIF z roku 1998.

[95] Tato problematika je podrobněji zmíněna v kapitole 4.2.2.

[96] Dle Jiří Havel (7/97) proběhla třetí vlna kupónové privatizace v roce 1995, která byla završením procesu privatizace.

[97] I když byl první otevřený korunový podílový fond založen v roce 1990, ke skutečnému rozmachu otevřených podílových fondů došlo až na přelomu tisíciletí po uzákonění novely ZISIF v roce 1998, kdy bylo stanoveno, že veškeré uzavřené fondy budou přeměněny na fondy otevřené anebo projdou likvidací do konce roku 2002.

Druhým procesem byla hromadná transformace investičních fondů, pocházejících z kupónové privatizace, na holdingové společnosti.[98]

Přeměna investičních fondů na holdingové společnosti odstartovala v polovině roku 1996, kdy se investiční fondy začaly přeměňovat na akciové společnosti s rozdílným předmětem podnikání, aby nemusely podléhat přísné kontrole Ministerstva financí ČR. Transformace probíhala na základě svolané valné hromady investičního fondu, na které se sešlo jen malé množství akcionářů a ti, o této otázce rozhodli. Díky přeměně na průmyslové holdingy se bývalé investiční fondy vymanily z vlivu zákona o kolektivním investování a tím i regulaci.

Nejvíce získaly fondy, které se přeměnily do 1. července 1996, neboť transformace nepodléhala žádné právní úpravě. Této možnosti využilo celkem 66 IF s vlastním jměním 13,7 miliard Kč. Po vstupu v platnost novely ZISIF v roce 1996 a zpřísnění transformačních podmínek, které podléhaly ZISIF, využilo možnost přeměny dalších 9 společností, než byla transformace IF definitivně zakázána.

Na drobné akcionáře, kteří nesouhlasili s přeměnou na holdingové společnosti, se nebral ohled, a tak docházelo k porušování jejich práv. Tento stav byl upraven až novelou v roce 1996, která stanovila povinnost vypořádat se s drobnými akcionáři.

Transformace na holdingové společnosti, alespoň ve svém počátku, v sobě skrývala určité výhody, které byly způsobeny nedostatečnými právními předpisy. Holdingové společnosti nepodléhaly zákonem stanoveným limitům pro omezení a rozložení rizika, která platila a platí pro investiční fondy. Navíc struktura holdingových společností umožňovala správcům společností omezovat negativní dopady vícenásobného zdanění výnosů, ke kterému dochází v případě investičních fondů. Další výhodou holdingové společnosti byla možnost brát si úvěr, emitovat dluhopisy a získané peníze z těchto aktivit investovat do vlastních strategických zájmů.

---

[98] *„Jestliže jsou jedna nebo více osob podrobeny jednotnému řízení (dále jen „řízená osoba“) jinou osobou (dále jen „řídící osoba“), tvoří tyto osoby s řídící osobou koncern (holding) a jejich podniky včetně podniku řídící osoby jsou koncernovými podniky. Není-li prokázán opak, má se za to, že ovládající osoba a osoby jí ovládané tvoří koncern. Jednotnému řízení lze podrobit osoby i smlouvy (dále jen „ovládací osoba“).*“ (Obchodní zákoník, §66, odstavec 7). Transformace IF na holdingové společnosti nebyla zákonem upravena až do novelizace ZISIF, která vstoupila v platnost 1. července 1996. Po novelizaci ZISIF byla transformace možná na základě tohoto zákona až do 8. června 1998 kdy vstoupila v platnost nová novelizace ZISIF, která již přeměny IF na holdingy zakázala.

Bohužel čas ukázal, že tento způsob kolektivního investování nepomohl řešit problematiku finančního trhu ve druhé polovině devadesátých let, ale přispěl k vypěstování nedůvěry drobných subjektů finančního trhu. Zejména těch, kdo se rozhodli vložit volné finanční prostředky do vzniklých holdingových společností anebo měli již své investice v předešlých investičních fondech, které prošly transformací. Tito zpravidla drobní investoři „dobráci“ přišli většinou o svůj veškerý majetek, neboť docházelo k neustálému okrádání akcionářů holdingových společností.

Nejznámějším případem „českého tunelování“ jsou Fondy Harvard Capital and Consulting, které ovládali jednotlivci okolo magnáta Viktora Koženého. Po sloučení této skupiny vznikl Harvardský průmyslový holding, který se posléze přeměnil na běžnou akciovou společnost. Po přeměně se bývalý holding zbavil velké části portfolia a nakoupil nové akcie, aniž by musel zveřejnit obsah svého portfolia. Akcionářům měly být vypláceny dividendy, které nikdy neviděli. Fond byl zlikvidován a vítězem na koupi majetku se stal Viktor Kožený.[99]

Situace, která nastala na tehdejším kapitálovém trhu, vedla ke ztrátám úspor obyvatelstva a ztrátě důvěry v kolektivní investování. Krize finančního trhu znamenala dlouhodobý pokles akcií na trhu a nárůst diskontů, což mělo opět za následek rostoucí nedůvěru ve formy kolektivního investování. Tato krize poznamenala kolektivní investování na dlouhou dobu.

[99] Mezi další případy zpronevěry majetku patří PPF Český, Fond YSE, Motoinvest atd.

4.3. Období nového zrození odvětví

Nepříznivý vývoj na finančních trzích po ukončení privatizačního procesu a nedostatečná právní legislativa, která umožnila zpronevěřit majetek mnoha desítek lidí, donutily jednotlivé subjekty působící na českém finančním trhu a odpovědné legislativní orgány ke společnému jednání, aby došlo ke zlepšení situace. Prvním krokem k nápravě situace bylo založení UNIS ČR v červnu 1996. Druhým byla novelizace ZISIF v červenci 1996, která již právně upravovala transformaci investičních fondů na holdingové společnosti. Poslední důležitý moment ve druhé polovině devadesátých let, který následoval po zavedení úsporných „balíčků" v roce 1997, byla novelizace ZISIF v roce 1998, která upravovala předešlý zákon a ve které se objevil nový regulátor finančního trhu, kterým se od dubna 1998 stala Komise pro cenné papíry. Všechny tyto kroky měly jediný cíl, a tím byl návrat důvěry investorů v český finanční trh a kolektivní investování.

4.3.1. **UNIS ČR**

Unie investičních společností České republiky vznikla v červnu 1996 ze tří seskupení, které vznikly během privatizačního procesu a které usilovaly o jedinou profesní organizaci ze subjektů zabývající se kolektivním investováním.[100] Díky tomuto spojení v jednu organizaci došlo ke sdružení, které za členy mělo nejvýznamnější IS, obhospodařující přes 80% z majetku, které získaly v privatizačním procesu, a nově zakládané korunové fondy. UNIS ČR se brzy po svém založení stala členem Evropské federace investičních fondů a společností (FEFSI).

Členem Unie se mohla stát právnická osoba, která podnikala v oblasti kolektivního investování a která splňovala stanovy UNIS ČR. Jednotliví členové společenství se museli

[100]UNIS ČR vznikla ze Sdružení investičních společností a fondů z Moravy a Slezska, které bylo založeno v roce 1992 a mělo 22 členů, Sdružená investičních společností (1991), které se v roce 1994 stalo pozorovatelem Evropské federace investičních fondů a společností (FEFSI), a z Asociace investičních společností a fondů (1991), která byla založena z malých nebankovních fondů.

řídit nejen stanovami, ale i Etickým kodexem[101], Komunikačním kodexem a Závaznými pokyny UNIS ČR. Tyto nástroje sloužily k samoregulaci jednotlivých členů UNIS ČR.

UNIS ČR se aktivně podílela na tvorbě zákonů a daňových předpisů, aby docházelo k postupnému vyrovnávání s předpisy EU (UCITS), které bylo nutné implementovat do českých norem s plánovaným vstupem ČR do EU[102].

Při tvorbě zákonů a daňových předpisů měla UNIS ČR před sebou dva hlavní cíle. Prvním bylo zrovnoprávněné postavení tuzemských a zahraničních subjektů na českém finančním trhu, neboť domácí aktéři byli znevýhodněni, a snažila se o zavedení regulace pro zahraniční podílové fondy, které působily v ČR. Druhým cílem byla změna zdanění fondů a výnosů pro jednotlivé klienty a tím umožnit zatraktivnění kolektivního investování.

UNIS ČR ukončila svoji činnost v roce 2006, kdy došlo k přeměně na Asociaci fondů a asset managementu České republiky (AFAM ČR).[103]

4.3.2. **Novela Zákona o investičních společnostech a investičních fondech[104]**

Jelikož situace na českém finančním trhu byla velmi špatná (odradila zájem investorů, trh nebyl schopen ochránit investory, zpronevěra, aj.), podílela se UNIS ČR na vývoji nové novely zákona o kolektivním investování a přípravě zákona, který stanovil nového regulátora trhu. Oba tyto zákony byly zveřejněny v roce 1998.

I když novela ZISIF upravuje předešlý zákon z roku 1992 ve více oblastech, za nejdůležitější pro budoucí vývoj bylo určení, do kdy a jakým způsobem dojde ke zrušení uzavřených podílových fondů a investičních společností na českém finančním trhu. V zákoně

[101] Pro nastudování kodexu viz příloha č. 1.

[102] Aktivní podíl na tvorbě zákona o kolektivním investování z roku 2004, který byl sice novelizován, ale jeho právní úprava platí dodnes.

[103] AFAM ČR se na počátku roku 2008 dohodl na sloučení s Asociací pro kapitálový trh (AKAT), která vznikla v roce 2000, a tedy dnes zastřešuje jak členy UNIS ČR, posléze AFAM ČR, ale i AKAT.

[104] Zákon č. 124/1998 Sb., ze dne 13. května 1998.

byly uvedeny dvě možnosti, za kterých mělo dojít k dané přeměně. Jednalo se o povinnou přeměnu UPF a IF v případě překročení hranice u posledních 18 diskontů.[105] Jestliže tato situace nenastala u nějakého IF, nebo u UPF, pak byla zákonem stanovena lhůta pro přeměnu na OPF. K této přeměně mělo dojít do konce roku 2002.[106]

Jak je patrné z následující tabulky, od zavedení novely ZISIF docházelo k likvidaci či nucené správě IS, IF a UPF. Jelikož k tomuto procesu byl nutný souhlas regulatorního orgánu, Komise pro cenné papíry, tvořila tato činnost podstatnou část práce Komise na přelomu tisíciletí.[107]

Tabulka 4-4: Přehled IS, IF, OPF, UPF a zahraničních podílových fondů v letech 1999 - 2004[108]

stav k …(datum)	IS	IF	OPF	UPF	zahr. PF
31.12.1999	79	50	105	19	0
31.12.2000 (z toho v likvidaci nebo nucené správě)	71(35)	85(52)	87	7	0
31.12.2001 (z toho v likvidaci nebo nucené správě)	65(41)	74(54)	88	4	209
31.12.2002 (z toho v likvidaci nebo nucené správě)	60(41)	63(55)	92	0	651
31.12.2003 (z toho v likvidaci nebo nucené správě)	54(39)	52(48)	66	0	723
31.12.2004 (z toho v likvidaci nebo nucené správě)	47(38)	46(44)	62	0	911

Zdroj 4-4: Výroční zprávy KCP v letech 2000 - 2005

[105] § 35k odstavec 1: „*V případě, že průměr posledních 18 diskontů u uzavřeného podílového fondu nebo investičního fondu vypočtených podle § 26 odst. 2 písm. b) přesáhl během prvních 12 měsíců od nabytí účinnosti tohoto zákona 40%, v období mezi 13. a 21. měsícem po nabytí účinnosti tohoto zákona 30% a průměr posledních 12 diskontů vypočtených podle § 26 odst. 2 kdykoliv po uplynutí 21 měsíců od nabytí účinnosti tohoto zákona 20%, …*“ (zákon č. 248/1992 Sb.)

[106] § 35 l odst. 1: „*Uzavřený podílový fond nebo investiční fond vytvořený nebo založený před účinností tohoto zákona, který nebude podle § 35h, 35j a 35k přeměněn na otevřený podílový fond do konce roku 2000, musí investiční společnost nebo investiční fond přeměnit na otevřený podílový fond do konce roku 2002.*“ (zákon č. 248/1992 Sb.)

[107] Podrobněji se problematikou otvírání podílových fondů zabývá Fajtová (2003/2004).

[108] V tabulce nejsou uvedeny IF, které byly v likvidaci v roce 1999, údaje IS obsahují i ty, které byly v likvidaci nebo v nucené správě v roce 1999.

4.3.3. **Vznik a vývoj Komise pro cenné papíry**

Komise pro cenné papíry (KCP) zahájila svou činnost 1. dubna 1998 na základě zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů ve znění pozdějších předpisů.[109] Podle zákona o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České republiky byla Komise ústředním orgánem státní správy.

Komise pro cenné papíry sledovala při své činnosti tři statutární cíle, které jí byly stanoveny zákonem. KCP měla za úkol chránit jednotlivé investory působící na českém kapitálovém trhu, přispívat k rozvoji kapitálového trhu a podporovat osvětu v oblasti kapitálového trhu.

Zákon o KCP implikoval cíle Komise přímo na její specifickou činnost. Mezi tuto činnost patřilo stanovování pravidel, určování postupů a obecných principů, podle kterých KCP jednala, a příprava a vydávání vyhlášek. Dané cíle a principy regulace tvořily obecný základ odpovědnosti vůči veřejnosti.

Základním úkolem Komise pro cenné papíry byl výkon státního dozoru nad kapitálovým trhem a subjekty, které na něm působí. Mezi ně patří investiční zprostředkovatelé, obchodníci s cennými papíry bankovního a nebankovního typu, penzijní fondy investující IF, makléři a subjekty kolektivního investování s jejich depozitáři. Dále mezi nimi jsou likvidátoři burzy cenných papírů, nucení správci, mimoburzovní organizátoři regulovaného trhu atd.

4.3.3.1. Cíle Komise pro cenné papíry

Jedním ze strategických úkolů KCP bylo zavádění systému dozoru podle rizik. Tento přístup (tzv. *Risk Based Approach*) byl KCP uplatňován od roku 2002. Vycházel z vyhodnocení pravděpodobnosti vzniku jednotlivých rizik u dozorovaných subjektů.

[109] Během let 1996 a 1997 proběhla diskuze o vzniku instituce plnící roli regulátora kapitálového trhu. Po přípravách a projednáváních v Parlamentu ČR byl zákon schválen na počátku roku 1998. Po schválení zákona začala působit nová instituce, která převzala povinnosti od Úřadu po cenné papíry působící pod hlavičkou Ministerstva financí. Činnost komise byla posléze ukončena dne 31. března. 2006, kdy její pravomoci a dohled nad kapitálovým trhem převzala Česká národní banka, která je plní dodnes.

Smyslem tohoto přístupu bylo přispění k efektivnosti dohledu, který včas reaguje na vznikající hrozby a problémy. Rychlá reakce regulátora přispívá k ochraně investora na kapitálovém trhu a následný rozvoj trhu.

Ochrana investora byla jedním z hlavních cílů KCP. Investoři, působící na kapitálovém trhu, se setkávají s několika druhy rizik, mezi které patří riziko selhání společnosti, riziko podvodu, riziko nevhodnosti investic a riziko kolísání hodnoty a výnosnosti investice.[110]

Druhým strategickým cílem KCP byla *osvěta v oblasti kapitálového trhu a informovanost veřejnosti***.** Porozumění kapitálovému trhu, nabízeným produktům a službám je jedním z mnoha problémů, se kterými se investoři setkávají. Drobní investoři nedokáží pochopit nabízené produkty, což vede k přijímání špatných rozhodnutí; ty pak mají za následek finanční úpadek daného subjektu. V rámci naplnění tohoto cíle usilovala KCP o tzv. finanční gramotnost investorů a podporovala dostupnost kvalitních informací o subjektech působících na kapitálovém trhu pro širokou veřejnost. Tento úkol KCP realizovala pomocí vzdělávacích programů, vydáváním informačních brožur atd. Celý projekt měl vést k větší ochraně jednotlivých investorů na kapitálovém trhu.

Posledním strategickým cílem KCP byl *rozvoj kapitálového trhu*. KCP měla za úkol umožnit přechod cenných papírů emitovaných na českém finančním trhu na strukturu kompatibilní a konkurenceschopnou s rozvinutými kapitálovými trhy, především s trhy v zemích evropské unie.

V rámci rozvoje kapitálového trhu podporovala KCP emisní aktivity domácích subjektů. Kapitálový trh trpěl v devadesátých letech i na počátku 21. století nedostatkem atraktivních titulů. Absence primárních emisí akcií dlouhodobě ovlivňovala stav obchodování s cennými papíry na českém trhu. Největší překážkou v emisi cenných papírů byla až do nedávné doby špatná legislativa a také nefunkčnost obchodních rejstříků. I když první

[110] Komise pro cenné papíry se zabývala pouze prvními třemi riziky. Riziko kolísání hodnoty a výnosnosti investic je standardním problémem finančního trhu. Cíle KCP a principy regulace kapitálového trhu lze podrobněji dohledat např. na http://www.cnb.cz/export/CZ/O_Komisi_pro_cenne_papiry/Politiky.html.

problém byl vyřešen právními normami, které splňují požadavky práv EU, obchody s primárními akciemi na Burze cenných papírů Praha a.s. nedosahují úrovně ostatních západních evropských burz.

4.3.3.2. Nástroje KCP k regulaci kapitálového trhu

Komise pro cenné papíry využívala široké spektrum nástrojů k regulaci, k dosažení strategických cílů stanovených zákonem a k efektivnímu fungování českého kapitálového trhu. KCP orientovala primárně své nástroje na ochranu investorů na kapitálovém trhu.

Nástroje regulace, které KCP pravidelně používala, šlo rozdělit na aktivity, kterými působila na širokou veřejnost, na regulované osoby a na trh jako celek. KCP kladla důraz na zlepšování informovanosti, vzdělání veřejnosti a upozorňovala na specifická rizika způsobená investicemi na kapitálovém trhu. KCP se podílela na formulaci pravidel, přípravě zákonů a pravidel chování na finančním trhu.

V kategorii nástrojů orientovaných na regulované osoby se jednalo o stanovení podmínek podnikání formou vyhlášek, vlastní dozor nad plněním zákonných povinností a vynucování jejich plnění. KCP při své činnosti uplatňovala systém hodnocení regulovaných osob. Rizikovost jednotlivých aktérů kapitálového trhu posuzovala KCP sestavením rizikovosti jednotlivých subjektů a v následném licenčním řízení ho zařadila do příslušné skupiny rizikovosti.

Došla- li KCP při výkonu své funkce k závěru, že některý subjekt finančního trhu nedodržuje své povinnosti nebo se jinak provinil proti pravidlům, uložila KCP sankce. Ty byly omezeny kompetencemi Komise.

4.3.3.3. Dopad činnosti KCP na kolektivní investování

Komise pro cenné papíry jako regulatorní orgán kapitálového trhu dohlížela i na dění v oblasti kolektivního investování. KCP zajišťovala ochranu podílníků fondů a dbala na dodržování předpisů a vyhlášek v této oblasti působnosti na finančních trzích. KCP spolupracovala při výkonu dozoru s Českou národní bankou, s Komorou auditorů České republiky a s ministerstvem.

Mezi nejdůležitější pravomoci, které byly svěřeny KCP, patřilo vydávání a odebírání povolení k činnosti IS a IF[111], Komise dále schvalovala nové členy dozorčích rad a představenstva IS a IF, dávala souhlas ke sloučení, splynutí, nebo rozdělení investiční společnosti a podílových fondů. Souhlas KCP byl vyžadován v případě, že jeden investor chtěl nakoupit více než 10% akcií investiční společnosti, nebo investičního fondu[112].

Významnou pravomocí, která byla Komisi pro cenné papíry udělena, byla možnost zpětného přezkoumání udělených licencí Ministerstvem financí jednotlivým subjektům finančního trhu. Komise této možnosti využila a na základě provedených kontrol odebrala licenci řadě subjektů, které se provinily proti právním normám a které svojí činností poškozovaly drobné investory. Toto odebírání licencí se dotklo i jednotlivých subjektů kolektivního investování. Na základě kontroly odebrala KCP mnoho licencí, což způsobilo pokles IS působících na českém finančním trhu.

[111] Vydávání povolení probíhalo na základě §8 v zákoně 124/1998 Sb.

[112] Nabývání akcií investiční společnosti a investičního fondu je definováno v §24b v 124/1998 Sb.

4.4. Vývoj kolektivního investování v ČR po vstupu do EU

Česká republika vstoupila do Evropské unie na začátku května 2004, ale právní rámec pro fungování finančního trhu tomuto kroku musel předcházet.[113] Vstupem do EU se ČR dostala pod ochranná křídla evropské legislativy, která má jako jeden z hlavních bodů volný pohyb kapitálu mezi členy EU. Díky otevřenému trhu a legislativnímu přizpůsobení se o český trh postupně začali zajímat zahraniční investoři. První zahraniční fondy byly registrovány u KCP v letech předešlých, viz tabulka 7-5, ale ke skutečnému rozmachu počtu zahraničních fondů a objemu spravujícího majetku došlo až vstupem ČR do EU a v následném období.

Po vstupu dochází k pravidelnému nárůstu objemu majetku ve všech typech fondů, ale postupně dochází k přerozdělení mezi zahraničními a tuzemskými subjekty (v roce 2004 spravovaly fondy majetek v hodnotě 173,65 mld. Kč, z toho 109,16 mld. v českých, ke konci roku 2007 to bylo již 314,021 mld. Kč, z toho skoro 209 mld. v zahraničních fondech).[114]

Právní úpravy, které byly provedeny, umožnily vznik dvou nových druhů fondů – nemovitostních a fondů kvalifikovaných investorů. I když bylo možné do nich investovat, nárůst vlastního kapitálu ve dvou nemovitostních fondech registrovaných u AKAT ČR je zaznamenán až v roce minulém[115], což jen odpovídá vývoji na světovém trhu, na kterém došlo během loňského léta k poklesu cen nemovitostí a k hypotečním krizím (krize byla odstartována na americkém trhu). V současné době existuje na českém trhu buď cenová bublina, nebo dochází k vyrovnávání cenových hladin vůči ostatním zemím EU. Výsledkem tohoto procesu je nárůst cen bytů, nemovitostí (především v lukrativních oblastech jako Praha, horská střediska v Krkonoších…, ale i cen zemědělské půdy, které rostou raketovým způsobem. K růstu cen napomáhá i neustále rostoucí ekonomika a česká měna, která vůči ostatním posiluje. Růstový trend se dá očekávat i v následujících měsících, a proto je logické, že nemovitostní fondy získaly na oblibě investorů, neboť potenciální výnos může být velmi

[113] O legislativních změnách pojednává kapitola 4.1. Došlo k úpravám v zákonech o kolektivním investování, o podnikání na kapitálových trzích a zákonu o dluhopisech.

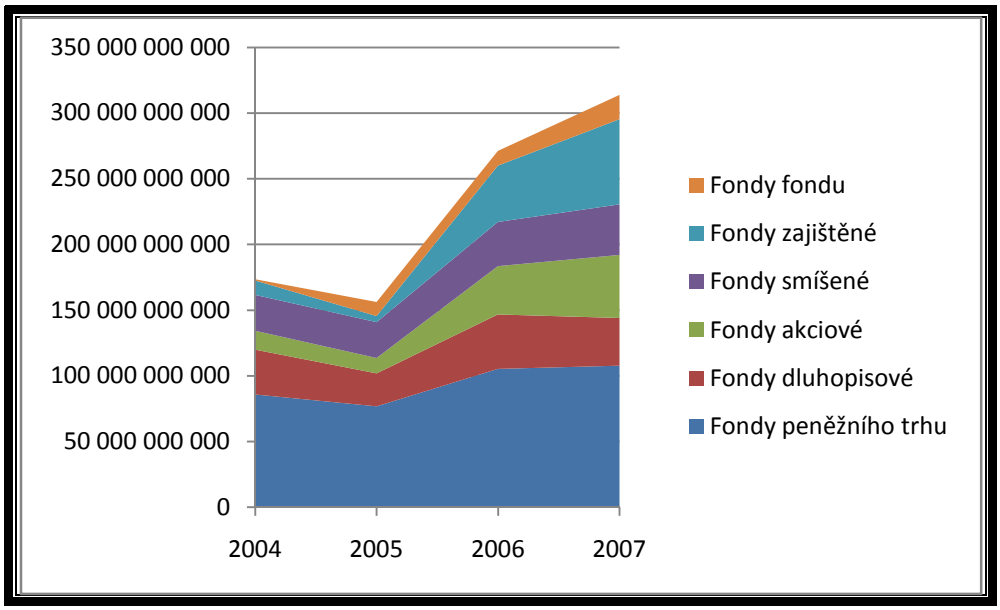
[114] Podrobněji o rozložení majetku ve fondech viz tabulka 7-6 v příloze č. 7, nebo následný graf 4-1.

[115] Ke konci roku 2007 byl vlastní kapitál ve dvou nemovitostních fondech 1, 196 mld. Kč, ke konci května 2008 již 1,462 mld. Kč (www.akatr.cz).

lukrativní. Otázkou je, jedná-li se o cenovou bublinu, kdy praskne, nebo kdy dojde k vyrovnání cenových hladin v rámci trhů EU.

Podrobněji se vývoji po vstupu do EU věnuje příloha č. 7, kde jsou uvedeny další tabulky a grafy.

Graf 4-1: Rozdělení majetku dle typu fondů v ČR v letech 2004 – 2007 (v Kč)



Zdroj 4-5: ČNB, AKAT

5. Závěr

Cílem první části mé práce bylo nastínit problematiku kolektivního investování, jeho výhody a nevýhody, použití jednotlivých modelů a různých forem kolektivního investování na českých a světových trzích. Podrobněji jsem se zaměřil na dělení finančních trhů dle různých hledisek.

Ve druhé a třetí části jsem se detailně zaměřil na vývoj kolektivního investování a právní legislativy upravující tuto oblast od raného počátku z 18. století až po současnost. Důraz jsem kladl na největší světové trhy – trh americký a evropský – a rozvíjející trhy, které prošly transformačním procesem v devadesátých letech minulého století – trh ruský a český. Ukázal jsem, jak kolektivní investování získalo na popularitě na všech zkoumaných trzích a jak se stalo bezpečným prostředkem ke zhodnocení volných peněžních prostředků, jehož nejrozšířenější právní forma současnosti je otevřený podílový fond.

Podařilo se mi podat ucelený pohled na problematiku odvětví, o kterém mají čeští investoři stále malý přehled, i když objem majetku spravovaný v jednotlivých fondech v posledních letech, především po vstupu do EU, rapidně roste a tento trend se dá očekávat i v následujících letech. Na datech se mi podařilo ukázat, jakým způsobem se jednotlivé trhy kolektivního investování vydávají a které fondy obhospodařují nejvíce majetku. Na českých datech se mi podařilo prokázat budoucí tendence trhu a typy fondů, které hrají prim na finančním trhu a které by mohli být pro investory lukrativní. Investory jistě láká mimořádná výkonnost fondů.

Z legislativního hlediska jsem se snažil podat ucelený pohled na problematiku vývoje právních norem za pochodu během transformačního procesu v České republice a během následného období, které nás připravilo na vstup do Evropské unie. Díky právním úpravám, provedených ve druhé polovině devadesátých let, se podařilo obnovit ztracenou důvěru investorů v český kapitálový trh. Činnost otevřených podílových fondů, které jako jediné registrujeme na českém trhu, podléhá přísné regulaci Evropské unie, jejíž implikace byla implementována do českých právních norem.

Během vývoje na českém trhu jsem zkoumal i vývoj jednotlivých regulatorních orgánů s důrazem na Komisi pro cenné papíry, která byla po necelé desetiletí nedílnou

součástí finančního trhu a podílela se na tvorbě právních norem, regulaci trhu a díky svým kompetencím regulovala počty subjektů působících na finančním trhu.

Osobně si myslím, že se dá očekávat pozitivní vývoj v oblasti kolektivního investování i v následujících letech, neboť široká veřejnost bude nucena lépe zhodnocovat své finanční přebytky, než jak je tomu dnes. Odhadovat, které typy fondů budou hrát i nadále důležitou roli, je složité, ale dá se předpokládat růst dluhopisových fondů, fondů peněžního typu, ale především nových typů fondů – nemovitostních. Obzvláště v dnešní době, kdy ceny nemovitostí na světových trzích klesají důsledkem hypoteční krize, se jeví tato investice jako logickým důsledkem. V České republice je ovšem situace odlišná, neboť zde ceny nemovitostí rychle rostou – ať se jedná o domy, byty, nebo půdu – a je otázka, zda-li se nejedná o cenovou bublinu, nebo se jedná o skutečný převis poptávky, který tlačí ceny nahoru. Myslím si, že tato problematika, by byla zajímavým námětem pro budoucí práci.

Na druhou stranu jsem se v průběhu práce s daty, na které jsem kladl důraz, setkal s mnoha nepřesnostmi v číslech (americká data neodpovídala evropským a naopak), ve značně upravovaných informacích na základě zpracování dat v průběhu delší periody. Bohužel se mi nepodařilo objevit podrobnější statistiky o kolektivním investování v zemích třetího světa nebo v asijské oblasti, i přesto, že tato oblast by byla velmi zajímavá k hlubšímu zkoumání.

6. Literatura

Adamovský, Michal, Lonie, Glen, PricewaterhouseCoopers: *České nemovitostní fondy – budou konečně využity?*, Development News, PricewaterhouseCoopers, 1. září 2006

AKAT ČR: *Tisková konference*, 7. února 2008

AKAT , AFAM ČR*: Tisková konference*, 21. února 2007

Claessens, Stijn, Djankov, Simeon, Pohl, Gerhard: *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republi*c, World Bank, November 1996

Coffee, John C. Jr.: *Privatization and Corporate Governance: The Lessons form Securities Market Failure*, Journal of Corporation Law, 1999, vol. 25, str. 1-39. Dostupné z WWW: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=215608

Cumby, Robert E., Glen, Jack D.: *Evaluating the Performance of International Mutual Funds*, The Journal of Finance, Jun 1990, vol. 45, no. 2, str. 497-521.

Dahlquist, Magnus, Engström, Stefan, Söderling, Paul*: Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds*, The Journal and Financial and Quantitative Analysis, September 2000, vol. 35, no. 3

Deepthi, F., Klapper, L., Sulla, V., Virgas, D.: *The Global Growth of Mutual Funds*, Policy Research Working Paper, World Bank, 2003

Dlouhý, Vladimír, Mládek, Jan: *Privatization and corporate control in the Czech Republic*, Economic Policy, Lundy, prosinec 1994, str. 155-170

Estrin, Saul, Nuti, D. Mario, Uvalic, Milicia: *The impact of investment funds on corporate governence in mass privatisation schemes: Czech Republic, Poland and Slovenia*, Kluwer Academic Publishers, 2000

EFAMA: *Trends in the European Investment Fund Industry, Result for Full-Year 2007*, Quartely Statistical Release, March 2008, no. 32

EFAMA: *Trends in the European Investment Fund Industry, Result for Full-Year 2006*, Quartely Statistical Release, March 2007, no. 28

EFAMA: *Trends in the European Investment Fund Industry, Result for Full-Year 2005*, Quartely Statistical Release, March 2006, no. 24

EFAMA: *Trends in the European Investment Fund Industry, Result for Full-Year 2004*, Quartely Statistical Release, March 2005, no. 20

EFAMA: *Trends in the European Investment Fund Industry, Result for Full-Year 2003*, Quartely Statistical Release, March 2004, no. 16

Fajtová, Jana: *Otevírání uzavřených fondů*, disertační práce, Karlova Univerzita, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 2003/2004

Fajtová, Jana: *Vývoj kolektivního investování v ČR směrem k evropským fondům*, diplomová práce, Karlova Univerzita, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 1999/2000

Fruhauf, Ladislav: *Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR*, bakalářská práce, Karlova Univerzita, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 2004/2005

Gaminsky, Graciela L., Lyons, Richard K., Schmukler, Sergio L.: *Mutual fund investment in emerging markets: An Overview*, March 23, 2001

Havel, Jiří: *Úvod do úpravy kapitálových trhů*, Nakladatelství Karolinum, Praha, 2000

Havel, Jiří: *Chování subjektů v transformaci*, Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 7/97

Hull, John: *Options, futurem et autres actifs dérivés*, Pearson Education, France, 2007

Investment Company Institute (ICI): Fact Book (2008, 2007, 2006, 2005, 2004)

Jefferson, Gary H., Rawski, Thomas G., Zheng, Yuxin: *Growth, Efficiency, and Convergence in China´s State and Collective industry*, Economic Development and Cultural Change, January 1992, vol. 40, no. 2, str. 239-266

Jensen, Michael C.: *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, Journal of Finance, 1967, vol. 23, no. 2, str. 389-416

Jílek, J: *Finanční trhy*, Grada Publishing, Praha, 1997

Kaminsky, Graciela, Lyons, Richard K., Schmukler, Sergio L.:*Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview*, World Bank Policy Research Working Paper, March 23, 2001, no. 2529. Dostupné z WWW: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=271262

Lobell, Nathan D.: *The Mutual Fund: A Structural Analysis*, Virgin Law Review, March 1961, vol. 47, no. 2., str. 181-217

Kolínková, Veronika: *Regulace a dohled na finančním trhu v České republice*, bakalářská práce, Masarykova univerzita v Brně, 2005

Komise pro cenné papíry: Výroční zprávy (2000,2001,2002,2003,2004)

Komise pro cenné papíry: *Příručka pro investora*, odbor vnějších vztahů Komise pro cenné papíry, 2004

Komise pro cenné papíry: *Stanovisko ke statusu zahraničních osob kolektivního investování působících v ČR po vstupu do EU*

Liška, Václav, Gazda, Jan: *Kapitálové trhy a kolektivní investování*, Professional Publishing, 2004

Liška V.,Lachtovič R., Nováková J., Zumrová, J.: *Kolektivní investování*, Bankovní institut, Praha, 1997

Mejstřík, Michal, Laštovička, Radek, Marcinčin, Anton: *Privatization and Opening the Cupital Markets in the Czech and Slovak Republic*, Cerge, April 1994

Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G.: *Financial markets and institutions*, Addison-Wesley, New York, 1998, 2nd edition

Mishkin, Frederic S.: *Ekonomie peněz, bankovnictví a finančních trhů***,** Economia, a.s**.,** Praha, 1991, překlad druhého vydání

Mlčoch, Lubomír: *Institucionální ekonomie, Karolinum*, Praha, 2005

Musílek, P.: Finanční *trhy: instrumenty, instituce a management*, Grada Publishing, Praha, 1997

Musílek, P.: *Trhy cenných papírů*, Ekopress, 2002

Neveselý, David: *Nabytí účinnosti zásadní novely zákona o kolektivním investování*, Mladá fronta dnes, 29. května 2006

Pistor, K., Spicer, A.: *Investment funds in Mass Privatization: Lessons from Russia and the Czech Republic*, The World Bank Group, April 1997, no. 110

Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., Dvořák, P., Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Management Press, Praha 1999

Rouwenhorst, Gert K. (2004): *The origins of mutual funds*, Yale ICF Working Paper, December 12, 2004, no. 04-48

Saul, Estrin, Nuti, Mario D., Uvalic, Milicia: *The impact of investment funds on corporate governance in mass privatisation schemes: Czech Republic, Poland and Slovenia*, Kluwer academic Publisher, 2000

Schutte, Clemens: Privatization *and Corporate Control in the Czech Republic*, Journal of Comparative Economics, 2001, vol. 29, str. 577-578

Špička, Jiří: Investiční společnosti, investiční fondy, Management Press, Praha, 1993

Švejnar, Jan: *Základní kameny československé ekonomické transformace*, Finance a úvěr, 1991, ročník 41, č. 9

Thompson, John K., Choi Sang-Mok: *Governance Systéme for Collective Investment Schemes in OECD*, Financial Affairs Division, Occasional Paper, 2001, no. 1

Tříska, Dušan: *Proč a jak kupovat a prodávat akcie za investiční kupóny*, Gennex, a.s., 1991

World Bank: *Czech Republic assesment of governance of the collective investment fund sector***,** Private and Financial Sector Development, Department Europe and Central Asia Region,The World Bank, September 2004

Právní předpisy ČR:

Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

Zákon č 189/2004 SB., o kolektivním investování

Novela zákona o kolektivním investování (zákon č.224/2006 Sb.)

Zákon č. 91/1992 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby

Zákon č. 124/1998 Sb., kterým se mění a doplňuje zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů

Nařízení vlády č. 222/1993 Sb., o vydání a použití investičních kupónů

Internetové zdroje:

Asociace pro kapitálové trhy, www.akatcr.cz

Česká národní banka, www.cnb.cz

European Fund and Asset Management Association, www.efama.org

FOND SHOP, Nezávislý časopis o investování a finančním plánování, www.fondshop.cz

Investment Company Institute, www.ici.org

Organisation for Economic Co-operation and Development, www.oecd.org

Světová banka, www.worldbank.org

U.S. Securities and Exchange Commission, www.sec.gov

www.finance.cz

7. Přílohy:

Příloha č. 1:

Etický kodex finančního trhu České republiky

I. Úvod

Posláním Etického kodexu finančního trhu (dále jen „Kodex“) je stanovit etické normy chování - základní principy, které bude finanční instituce dodržovat při poskytování finančních služeb klientům jako fyzickým osobám, které nevstupují do vztahu s finanční institucí v rámci své podnikatelské činnosti.

Cílem Kodexu je
- napomáhat prosazování korektních vztahů na finančním trhu a zlepšit jejich úroveň,
- podpořit rozvoj služeb na finančním trhu,
- napomáhat klientům porozumět finančním službám,
- zvyšovat ochranu klientů jako spotřebitelů,
- posílit obecnou důvěru ve finanční trh.

Kodex, k jehož dodržování se příslušné finanční instituce dobrovolně zavázaly, je tvořen Úvodem, Preambulí – deseti základními principy chování finanční instituce, Uplatňováním Kodexu a etickými kodexy profesních asociací finančního trhu (dále jen „ asociace“), pokud byly tyto kodexy asociacemi přijaty. Finanční instituce, které se přihlásily k dodržování Kodexu ve své činnosti, uplatňují jak zásady uvedené v Preambuli, tak i zásady uvedené v kodexu příslušné asociace.

II. Preambule

1. dodržování etických a právních norem

Finanční instituce při výkonu své činnosti na finančním trhu nad rámec svých zákonných povinností dodržuje etická pravidla upravující postupy a chování vůči klientům uvedená v kodexech, ke kterým se přihlásila.

2. dodržování principu rovného a nestranného jednání, zákaz zneužití asymetrie postavení instituce a klienta

Finanční instituce přistupuje ke všem klientům nestranně a neuplatňuje neodůvodněné zvýhodnění. Při poskytování služeb nenadřazuje zájem svůj nad zájem klienta a nesnaží se zneužít svého postavení a vnutit klientovi nerovné nebo nespravedlivé podmínky smluvního vztahu.

3. výkon činnosti s odbornou péčí

Finanční instituce poskytuje klientům služby kvalifikovaně, profesionálně, čestně a svědomitě, s řádnou péčí, s přihlédnutím k individuálním podmínkám a požadavkům klientů.

4. průhlednost a srozumitelnost informací

Finanční instituce poskytuje klientům ohledně svých služeb a podmínek, za kterých jsou nabízeny, nezkreslené, pravdivé a jasné informace, srozumitelné pro průměrného klienta, na kterého je daný produkt zaměřen.

5. povinnost poskytovat dostatečné informace před uzavřením smlouvy a v průběhu jejího trvání

Finanční instituce poskytuje klientům dostatečné informace a vysvětlení týkající se budoucího nebo existujícího smluvního vztahu klienta s finanční institucí, včetně nabízené služby. Tyto informace poskytuje klientovi před uzavřením smlouvy v časovém předstihu přiměřeném pro prostudování smlouvy, a v průběhu trvání smlouvy klienta informuje o připravovaných změnách podmínek v časovém předstihu stanoveném ve smlouvě.

6. zákaz nevhodných motivačních postupů

Finanční instituce posuzuje vhodnost služby pro určitého klienta na základě skutečností zjištěných při jednání o smluvním vztahu a nenabízí službu budoucímu klientovi, u kterého je zřejmé nebo vysoce pravděpodobné, že by nemohl dostát svým smluvním závazkům. Při sjednávání smluv finanční instituce nenarušuje právo na soukromí klienta a nadměrně ho neobtěžuje. Respektuje klientovo právo na ochranu osobnosti.

7. dodržování pravidel pro reklamní a propagační činnost

Při propagaci svých služeb a reklamní činnosti finanční instituce uvádí pravdivé informace, bez prvků klamavé reklamy, nezamlčuje důležité skutečnosti a nenabízí výhody, které nemůže zaručit. Dodržuje principy serióznosti reklamy, což platí i pro srovnávání vlastní služby se službami konkurence.

8. dodržování dobrých mravů, pravidel hospodářské soutěže, obchodních zvyklostí a poctivého obchodního styku

Finanční instituce dodržuje dobré mravy, pravidla hospodářské soutěže, obchodní zvyklosti a pravidla poctivého obchodního styku. Finanční instituce mezi sebou soutěží nabídkou kvalitních služeb a nepodbízejí se klientům poskytováním neodůvodněných výhod. Finanční instituce se vyvaruje nepravdivých, pomlouvačných a opovržlivých výroků o službách konkurence.

9. dodržování ochrany osobních údajů a důvěrnosti obchodních informací

Finanční instituce zachovává důvěrnost informací souvisejících se smluvním vztahem ke klientovi a dodržuje povinnost mlčenlivosti. Osobní údaje o klientovi zpracovává v souladu se zákonem na ochranu osobních údajů.

10. informace o postupu pro podání podnětu nebo stížnosti klienta a o způsobu jejího vyřízení

Finanční instituce seznamuje klienta s možností podat podnět nebo stížnost na její činnost a s postupem uplatňovaným ve finanční instituci pro řešení stížnosti, včetně možnosti dalšího postupu v případě jejího nevyřízení nebo nespokojenosti klienta s vyřízením stížnosti.

III. Uplatňování Kodexu

Ke Kodexu přistupují jednotlivé asociace, které následně Kodex předloží k projednání a odsouhlasení svým členům. V asociacích, kde je Kodex pro členy závazný, se ke Kodexu nepřihlašují jednotliví členové. V případě, že Kodex má charakter standardu, vyzvou asociace své příslušné členy, aby se k němu připojili, a vedou evidenci o tom, které finanční instituce ke Kodexu přistoupily.

Asociace zajišťují, aby informace o přistoupení ke Kodexu a o jeho obsahu byly vhodným způsobem zveřejněny.

Finanční instituce, které ke Kodexu přistoupily, o této skutečnosti vhodným způsobem informují své klienty a současně je informují, kam se mohou obracet se svými podněty a případnými stížnostmi.

IV. Stížnosti a podněty

Pokud má klient pochybnosti o souladu chování finanční instituce s ustanoveními Kodexu, může podat instituci podnět nebo stížnost k vnitřnímu prošetření souladu jejího chování s Kodexem. Jestliže bude klient nespokojen s vyřízením jeho podnětu nebo stížnosti, případně jeho stížnost nebude vyřízena, může o této skutečnosti informovat příslušnou asociaci, jejíž členem finanční instituce je.

Dodržování tohoto Kodexu bude sledováno asociacemi, které se budou zabývat jednotlivými podněty nebo stížnostmi týkajícími se důvodného podezření z porušování Kodexu. Při porušení Kodexu přijímají asociace vůči členům přiměřená opatření (např. morální povahy). Asociace budou průběžně monitorovat uplatňování Kodexu v praxi a v případě potřeby a na základě vyhodnocení jeho účinnosti jej aktualizovat. Hodnocení účinnosti Kodexu a jeho uplatňování bude prováděno i s ohledem na podněty od klientů a spotřebitelských organizací.

V. Institucionální zajištění

Jedna z asociací je ostatními pověřena výkonem koordinátora Kodexu, a to obvykle na období 2 let. Koordinátor zajišťuje případné analýzy, vyhodnocení uplatňování Kodexu a projednávání případných námětů. Nejméně jednou ročně se asociace sejdou na úrovni (výkonných) ředitelů k projednání zkušeností z uplatňování Kodexu, nejméně jednou za 2 roky pak k určení nového koordinátora. Koordinátorem Kodexu do 31.12.2008 je Česká bankovní asociace.

*****

Příloha č. 2:

Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AFAM ČR

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

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

1. Tři hlavní kritéria pro klasifikaci fondů

a) Podle **rizika trhu** (typu rizika příslušných aktiv) dělíme fondy na

- akciové
- dluhopisové
- peněžního trhu
- smíšené
- fondy fondů
- speciální fond nemovitostí
- speciální fond kvalifikovaných investorů

b) Podle **geografického rizika** (typu měnového rizika) dělíme aktiva

- Česká republika
- země zóny Euro
- Evropa (včetně zóny Euro)
- Severní Amerika
- Asie a Pacifik
- ostatní regiony
- globální (částečně nebo zcela investující mimo uvedené regiony anebo investující do více regionů)

c) Rozdělení na **zajištěné a nezajištěné fondy.**

Klasifikace fondu je vždy vyjádřena třemi složkami s tím, že jedna složka určuje riziko trhu, druhá složka riziko geografické a třetí, zda jde o fond zajištěný, přičemž na pořadí složek nezáleží.

2. Definice kritérií

Fondy se zařazují do jednotlivých kategorií dle statutu fondu.

a) Riziko trhu

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

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

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

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

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

Speciální fond nemovitostí: fond má povolení České národní banky k činnosti nemovitostního fondu, tj. fond trvale investuje do nemovitostí nebo nemovitostních společností minimálně 51% hodnoty majetku fondu.

Speciální fond kvalifikovaných investorů: fond má povolení České národní banky k činnosti fondu kvalifikovaných investorů. Správce fondu může tento typ fondu dále identifikovat ve vztahu k převažujícím aktivům fondu jako například fond rizikového kapitálu, fond nemovitostních investic, fond pohledávkový, fond komoditní, fond derivátový (hedge fond) nebo další dle uvážení správce.

b) Geografické riziko

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

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

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

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

Pro fondy fondů: geografická příslušnost je definována podle geografického rizika fondů.

Investice do podílových listů a akcií mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu.

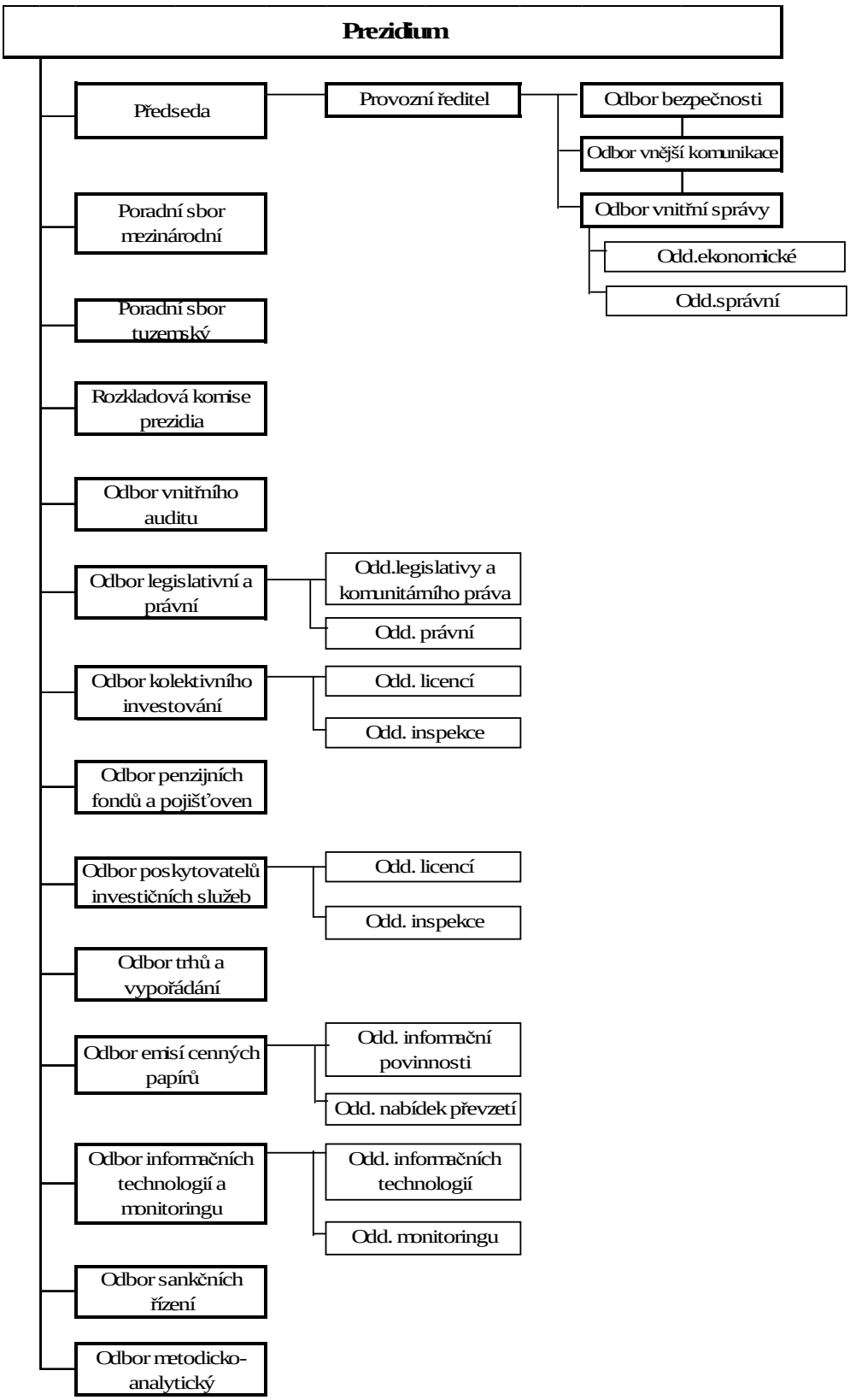
Pro speciální fondy nemovitostí: geografická příslušnost je definována podle sídla nemovitostní společnosti nebo umístění nemovitostí. Investice do nemovitostí nebo nemovitostních společností mimo danou kategorii nesmí překročit 10 % aktiv fondu.

c) Zajištěné fondy

Fond je považován za **zajištěný**, pokud je nabízen správcovskou společností jako zajištěný nebo garantovaný.

Příloha č. 3:

Organizační struktura Komise pro cenné papíry



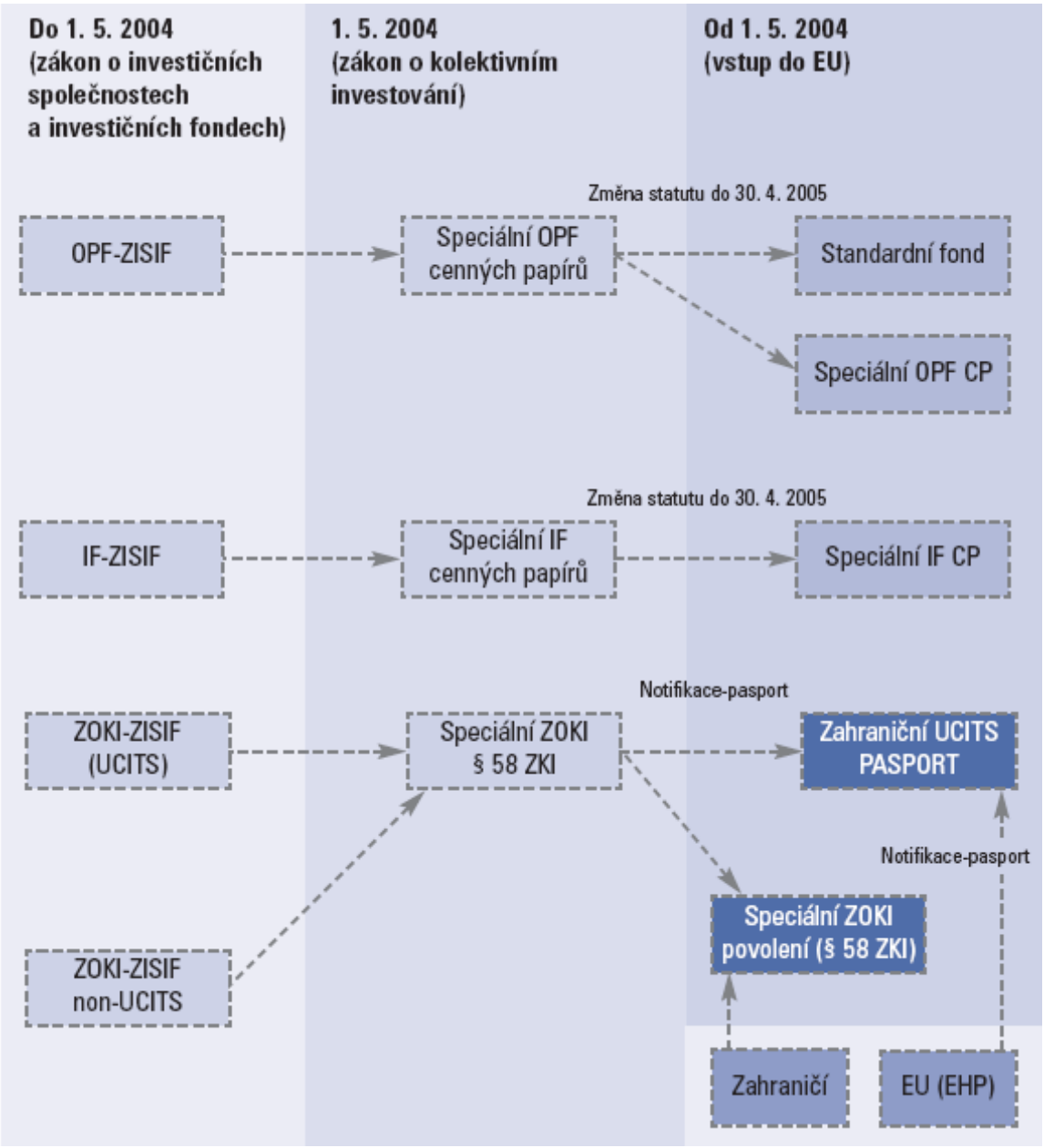
Příloha č. 4:

Organizační struktura AKAT ČR

Zdroj: www.akatcr.cz

Příloha č. 5:

Změny v oblasti kolektivního investování po vstupu do EU



Zdroj: KCP: příručka pro investora, dostupné na www.cnb.cz

Příloha č. 6:

Vývoj kolektivního investování na světových trzích v datech

A, USA

I když je v současné době investování do různých forem kolektivního investování rozšířeno na všech světových kontinentech, nejdůležitějšími trhy zůstávají USA a Evropa, kde působí více než 35 000 fondů[116]. Jak je patrné z grafu 7-1 největším trhem co do objemu spravovaných čistých aktiv je trh americký, který spravoval aktiva v hodnotě 12 bilionů dolarů[117] na konci roku 2007.

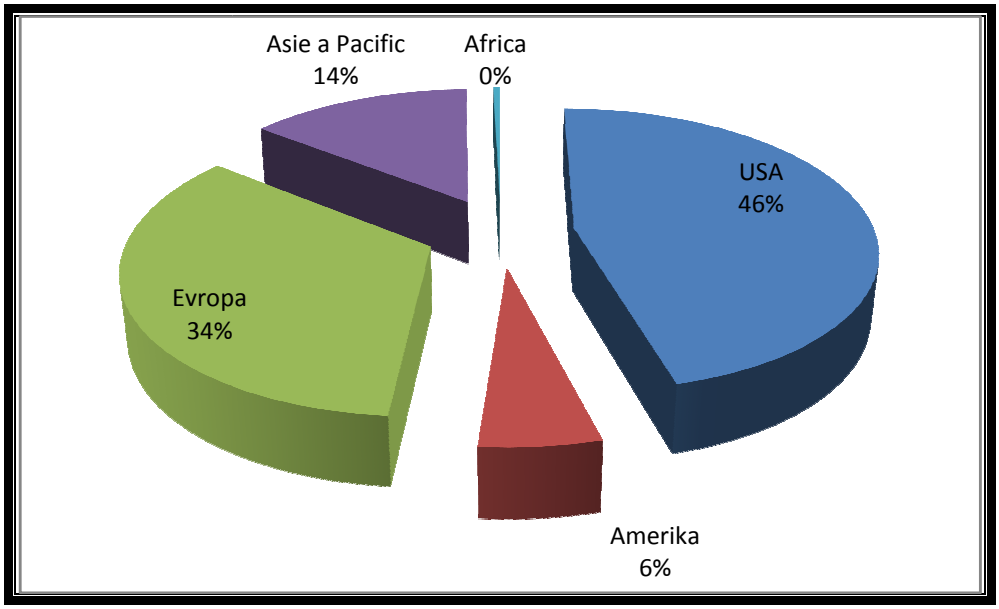
Na grafech 7-3 a 7-4 je patrná změna rozložení investic v podílových fondech na americkém trhu. V osmdesátých letech drobní investoři využívali investic do podílových fondů peněžního trhu, který nabízel vyšší úrokové míry než komerční banky. V současné době je situace odlišná. Pomyslnou první příčku převzaly kapitálové fondy, které si vyměnily svoji pozici s podílovými fondy peněžního trhu. Procentuální podíl podílových fondů dluhopisových a smíšených se změnil jen nepatrně. V tabulce 7-2 jsou uvedeny objemy čistých aktiv v podílových fondech. V roce 2007 obhospodařovaly kapitálové podílové fondy majetek v hodnotě 6,5 bilionů dolarů, dluhopisové podílové fondy v hodnotě 1,7 bilionů dolarů, podílové fondy peněžního trhu v hodnotě 3 biliony dolarů a smíšené podílové fondy v hodnotě 713,39 mld. dolarů.

Nejen na americkém, ale i na dalších světových finančních trzích, hrají primární roli otevřené podílové fondy. Ačkoli uzavřené podílové fondy na americkém trhu existují, jejich význam (objem spravovaných čistých aktiv, počet fondů) je nepatrný, jak naznačuje graf 7-3 a tabulka 7-1.

[116] ICI FACT BOOK 2008, dostupné na www.ici.org

[117] ICI FACT BOOK 2008, dostupné na www.ici.org

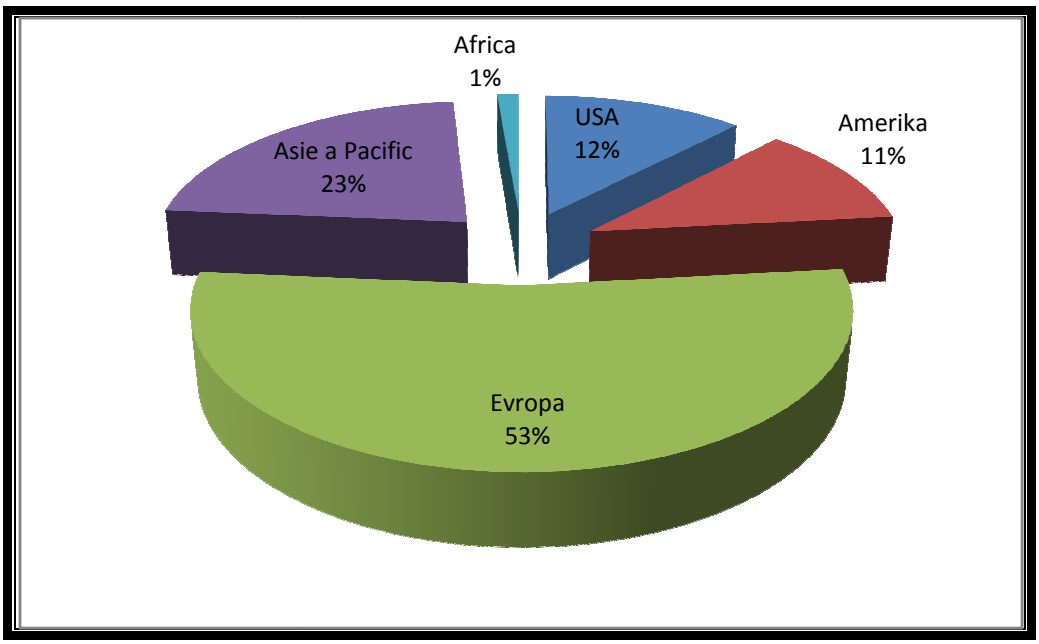
Graf 7-1: Podíl kontinentů na světovém objemu obhospodařovaných aktiv v podílových fondech ke konci roku 2007[118]



Zdroj 7-1: www.ici.org

[118] Na africkém kontinentu byla k dispozici data pouze z Jihoafrické republiky.

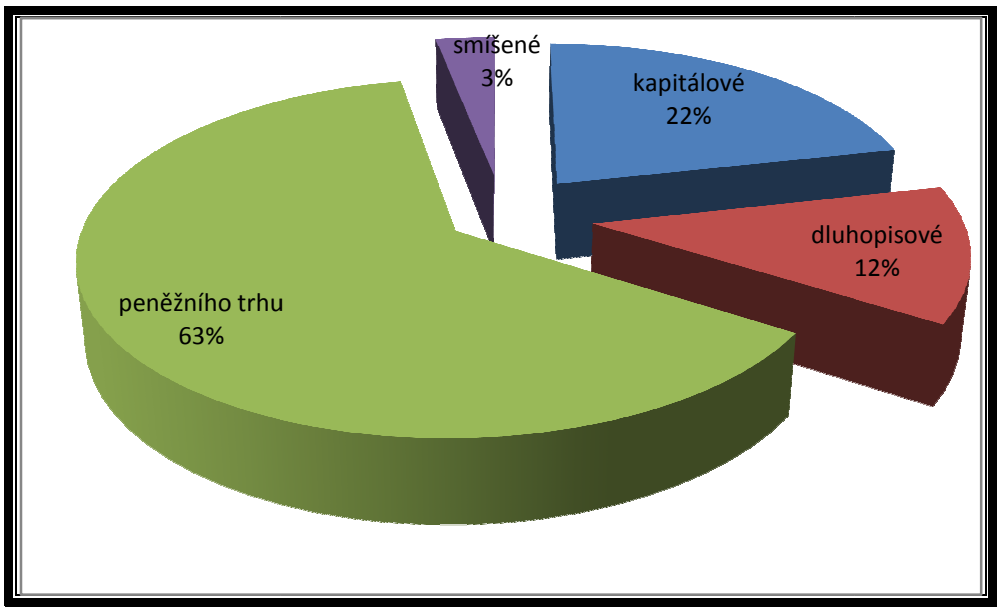
Graf 7-2: Podíl počtu podílových fondů na světovém trhu ke konci 2007[119]



Zdroj 7-2: www.ici.org

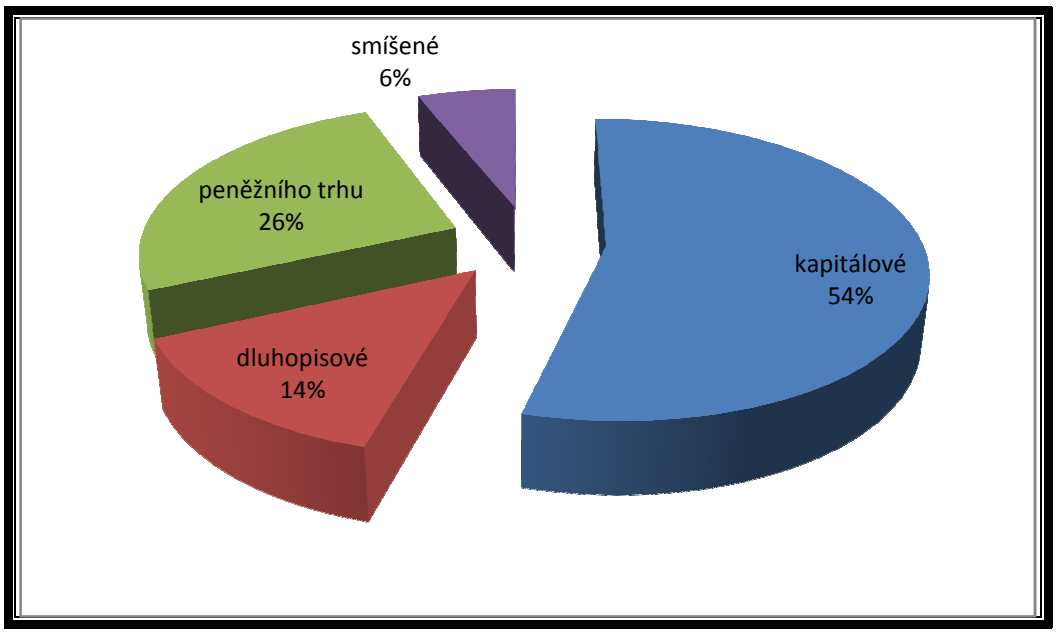
[119] Na africkém trhu jsou dostupné údaje pouze za Jihoafrickou republiku. Kontinent „Amerika“ je tvořena státy na americkém kontinentě kromě USA. Fondy fondů nejsou v datech uvedeny. Výjimkou jsou Francie, Itálie a Lucembursko. Seznam států, které jsou v jednotlivých kontinentech zahrnuty lze dohledat v ICI FACT BOOK 2008.

Graf 7-3: Podíl jednotlivých druhů fondů v USA v roce 1984



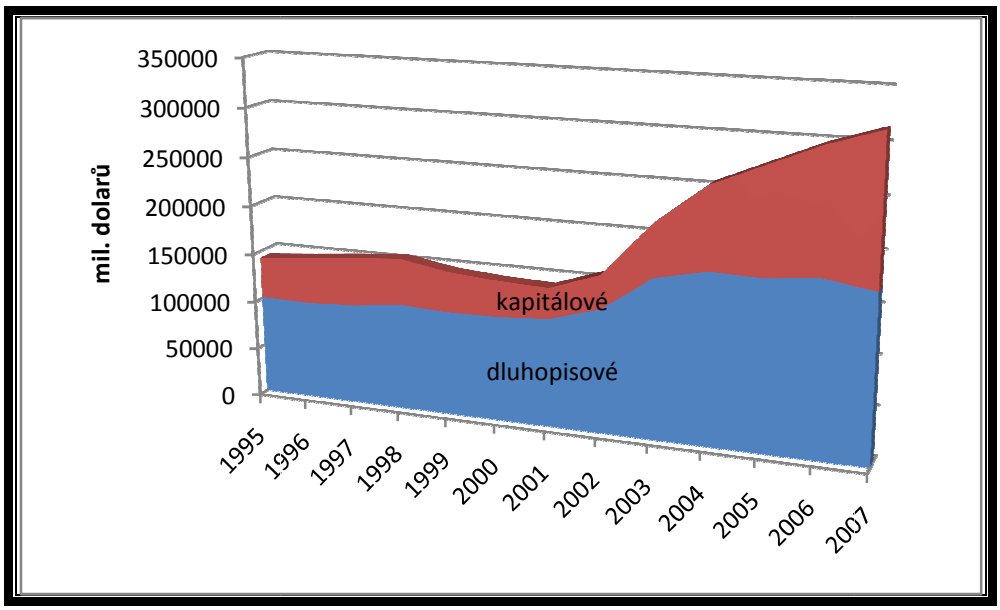
Zdroj 7-3: www.ici.org, ICI FACT BOOK 2008

Graf 7-4: Podíl jednotlivých druhů fondů v USA v roce 2007



Zdroj 7-4: www.ici.org, ICI FACT BOOK 2008

Graf 7-5: Vývoj čistých aktiv v uzavřených podílových fondech v USA (v mil. dolarů)



Zdroj 7-5: www.ici.org

Tabulka 7-1:Vývoj uzavřených podílových fondů v USA (v mil. dolarů)

Uzavřené podílové fondy						
	aktiva v mil. dolarů			počet fondů		
Rok	**dluhopisové**	**kapitálové**	**celkem**	**dluhopisové**	**kapitálové**	**celkem**
1995	100694	41926	142620	359	141	500
1996	100004	46987	146991	356	142	498
1997	102220	49625	151845	353	135	488
1998	108209	47606	155815	365	128	493
1999	105749	41267	147016	388	124	512
2000	106523	36611	143134	359	123	482
2001	110175	31075	141250	377	116	493
2002	125081	33724	158805	422	123	545
2003	161069	53019	214088	455	131	586
2004	171969	82326	254295	461	158	619
2005	170767	105563	276330	441	192	633
2006	175851	122452	298303	444	203	647
2007	168045	146890	314935	436	232	668

Zdroj 7-6: www.ici.org

Tabulka 7-2: Vývoj čistých aktiv v podílových fondech v USA v období 1960-2007 (v mld. dolarů)

čistá aktiva podílových fondů (v mld. dolarů)					
		Fondy			
rok	celkem	kapitálové	dluhopisové	peněžního trhu	smíšené
1960	17,03	16	1,03		
1965	35,22	32,76	2,46		
1970	47,62	45,13	2,49		
1971	55,05	51,58	3,47		
1972	59,83	55,92	3,91		
1973	46,52	42,99	3,53		
1974	35,78	30,87	3,19	1,72	
1975	45,87	37,49	4,68	3,7	
1976	51,28	39,19	8,39	3,69	
1977	48,94	34,07	10,98	3,89	
1978	55,84	32,67	12,31	10,86	
1979	94,51	35,88	13,1	45,53	
1980	134,76	44,42	13,98	76,36	
1981	241,37	41,19	14,01	186,16	
1982	296,68	53,63	23,21	219,84	
1983	292,99	76,97	36,63	179,39	
1984	370,68	79,73	46,24	233,55	11,15
1985	495,39	111,33	122,65	243,8	17,61
1986	715,67	154,45	243,31	292,15	25,76
1987	769,17	175,45	248,37	316,1	29,25
1988	809,37	189,38	255,69	337,95	26,35
1989	980,67	245,04	271,9	428,09	35,64
1990	1065,19	239,48	291,25	498,34	36,12
1991	1393,19	404,73	393,78	542,44	52,23
1992	1642,54	514,09	504,21	546,19	78,04
1993	2069,96	740,67	619,48	565,32	144,5
1994	2155,32	852,76	527,15	611	164,4
1995	2811,29	1249,08	598,87	753,02	210,33
1996	3525,8	1726,01	645,41	901,81	252,58
1997	4468,2	2368,02	724,18	1058,89	317,11
1998	5525,21	2977,94	830,59	1351,68	365
1999	6846,34	4041,89	812,49	1613,15	378,81
2000	6964,63	3961,92	811,19	1845,25	346,28
2001	6974,91	3418,16	925,12	2285,31	346,32
2002	6390,36	2662,46	1130,45	2271,96	325,49
2003	7414,4	3684,16	1247,77	2052	430,47
2004	8106,94	4384,05	1290,41	1913,19	519,29
2005	8904,82	4939,75	1357,23	2040,54	567,3
2006	10412,46	5910,54	1494,34	2354,4	653,15
2007	12021,03	6521,43	1679,04	3107,17	713,39

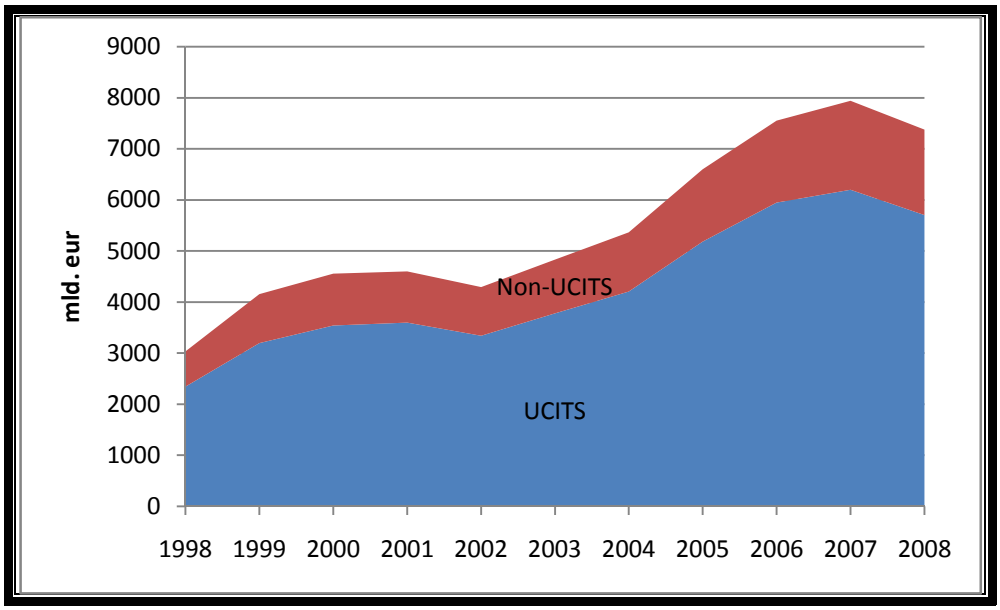
Zdroj 7-7: www.ici.org

B, Evropský trh (země EU)

Vývoj evropského finančního trhu v oblasti kolektivního investování začal být zajímavý až v devadesátých letech minulého století. Jak je patrné z následujících grafů (7-6, 7-7) současným největším trhem v rámci zkoumaných zemí je lucemburský trh (26%), následován francouzským (19%), německým (13%) a irským trhem (10%). Investování na lucemburském trhu může být způsobenou daňovou výhodou, které na tomto trhu mají zahraniční subjekty kolektivního investování (neplatí daně). Stejné privilegium je nabízeno i v Severním Irsku.

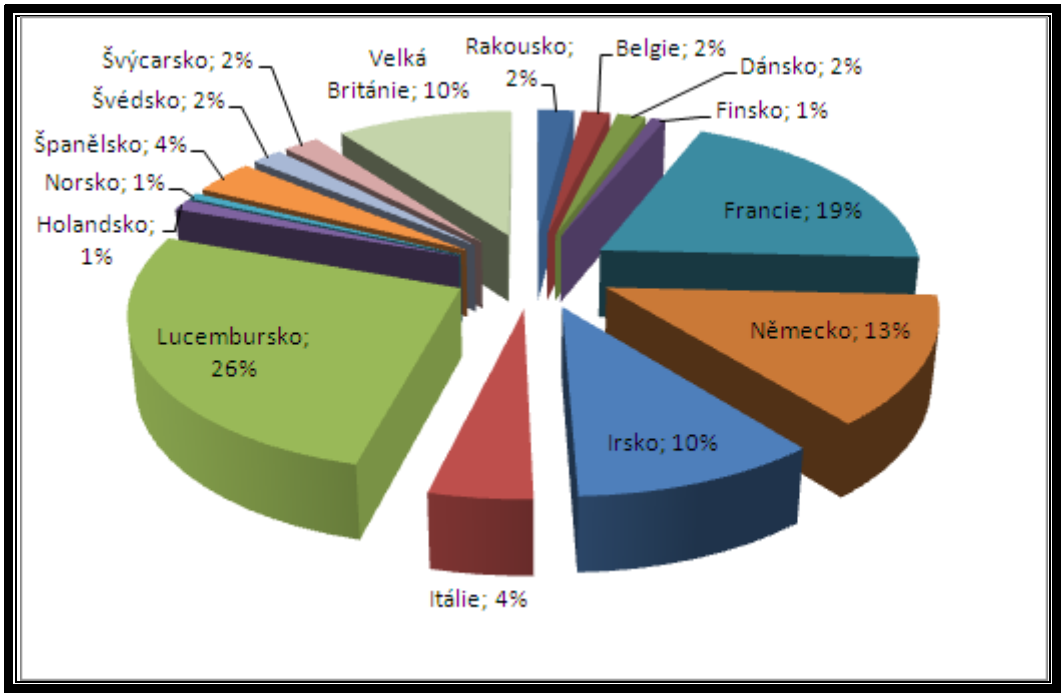
I na evropském finančním trhu se projevila krize na počátku nového tisíciletí, která postihla Jižní Ameriku a Asii, a její dopad ovlivnil i americký trh. V posledních letech je patrný pozitivní vývoj kolektivního investování na trzích (i přes první prognózy v 2008), ale je otázka, jak se na jednotlivých trzích projeví loňska finanční hypoteční krize v USA.

Graf 7-6: Vývoj čistých aktiv v evropských IF v období 1998 – 31.3.2008 (v mld. eur)



Zdroj 7-8: EFAMA

Graf 7-7: Podíl jednotlivých států na čistých aktivech v evropských IF na konci 2007[120]



Zdroj 7-9: EFAMA (čtvrtletní zpráva, březen 2008)

[120] V grafu jsou uvedeny pouze země, které překročily podíl 1%.

Tabulka 7-3: Trendy ve fondech splňující směrnice EU za období 1999 - 31.3.2008 (v mld. eur)

Trendy na UCITS trzích v mld. eur						
rok	**kapitálový**	**dluhopisový**	**peněžního trhu**	**fondy fondů**	**ostatní**	**ostatní plus FoF**
1999	1326	872	367		67	67
2000	1529	808	401		84	84
2001	1366	910	515		92	92
2002	990	968	614		60	60
2003	1163	1034	668		84	84
2004	1345	1045	798	51	88	139
2005	1822	1190	842	77	140	217
2006	2222	1251	841	98	179	277
2007	2227	1208	911	104	251	355
2008	1803	1108	1020	91	242	333

Zdroj 7-10: EFAMA, FEFSI

Poznámka:

Tabulka neobsahuje fondy z Irska, které nedávají statistické údaje k dispozici

Fondy fondů z Francie, Lucemburska a Itálie nejsou v tabulce zahrnuty.

Statistické údaje se liší ve všech možných publikací (čtvrtletní zprávy EFAMA, FEFSI), které byly používány. Byly vybrány údaje z novějších zpráv.

Tabulka 7-4: Čistá aktiva v evropských IF ke konci roku 2007 (v mil. eur)

čistá aktiva v evropských IF vmil. eur	
země	**stav k 31/12/2007**
Rakousko	165584
Belgie	126494
Česká republika	6101
Dánsko	132224
Finsko	66000
Francie	1508300
Německo	1040937
Řecko	22912
Maďarsko	12571
Irsko	806768
Itálie	339669
Lichtenštensko	20452
Lucembursko	2059395
Holandsko	91088
Norsko	52324
Polsko	36926
Portugalsko	36212
Rumunsko	316
Slovensko	3936
Slovinsko	4134
Španělsko	278796
Švédsko	139380
Švýcarsko	159853
Turecko	18104
Velká Británie	796954
celkem	**7925430**
UCITS aktiva	**6202879**

Zdroj 7-11: EFAMA

Příloha č. 7:

Vývoj kolektivního investování v ČR v datech

Na základě novely ZISIF z roku 1998 muselo dojít k přeměně UPF a IF na OPF, nebo musely projít likvidací a odstoupit z trhu do konce roku 2002. Jak je patrné z tabulky 7-5 tento plán se podařilo naplnit jen částečně – UPF na konci roku již neexistovaly, ale IF se na trhu objevovaly ještě v průběhu roku 2005.

Vývoj na českém kapitálovém trhu byl na počátku nového tisíciletí (je i dnes) předurčen situací na mezinárodních trzích, a proto není divu, že objem obhospodařovaných aktiv poklesl během roku 2001. V této době vstoupil na mezinárodní scénu nový fenomén – terorismus – který ovlivnil vývoj na trhu. Došlo k poklesu majetku ve všech typech fondů.

Jak je patrné z tabulky 7-5 poslední uzavřené podílové fondy se na českém trhu objevovaly do konce roku 2002. U investičních fondů došlo k přeměně na OPF a nebo k jejich likvidaci do konce roku 2005, čímž byla překročena původně plánovaná lhůta (konec roku 2002).

V grafech 7-8 a 7-9 je patrný vývoj procentuálního podílu jednotlivých druhů fondů na celkovém majetku v zahraničních i tuzemských fondech. I když fondy peněžního trhu stále převládají, jejich podíl, nikoliv celková hodnota aktiv, se snížil. Naopak si polepšily ostatní druhy fondů působící na českém trhu.

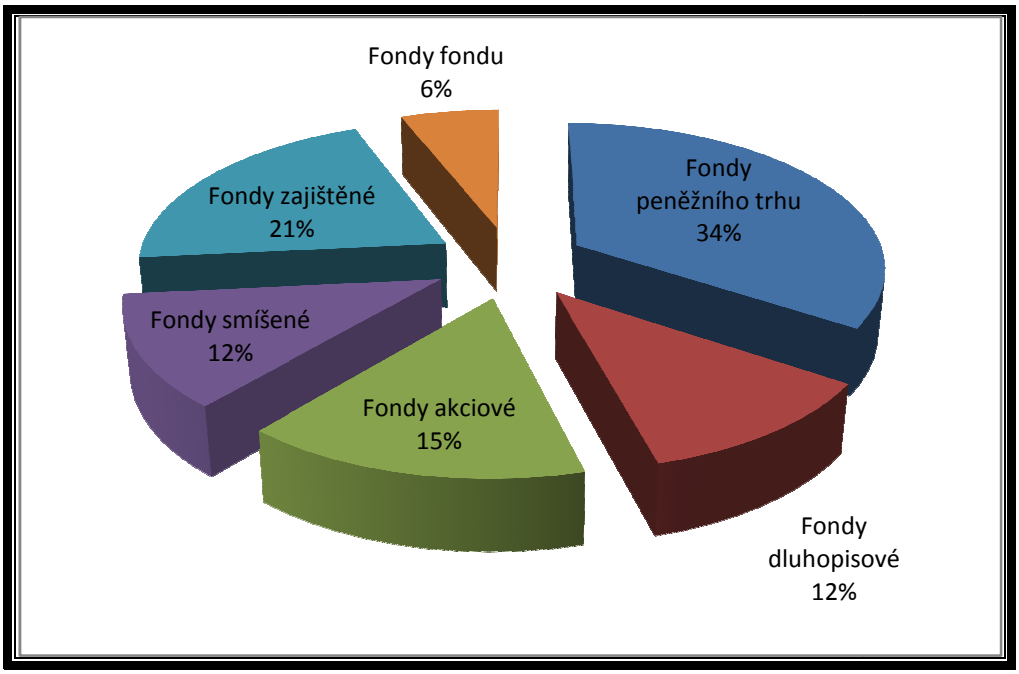
Do budoucna očekávám stoupající tendenci investic v oblasti kolektivního investování. Nemůžeme si myslet, že by se český trh mohl přiblížit k jiným gigantům, ale důstojná role v evropském měřítku českému prostředí sluší.

Tabulka 7-5: Vlastní kapitál ve fondech v letech 1998 - 31.3.2008 (v mil. Kč)

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

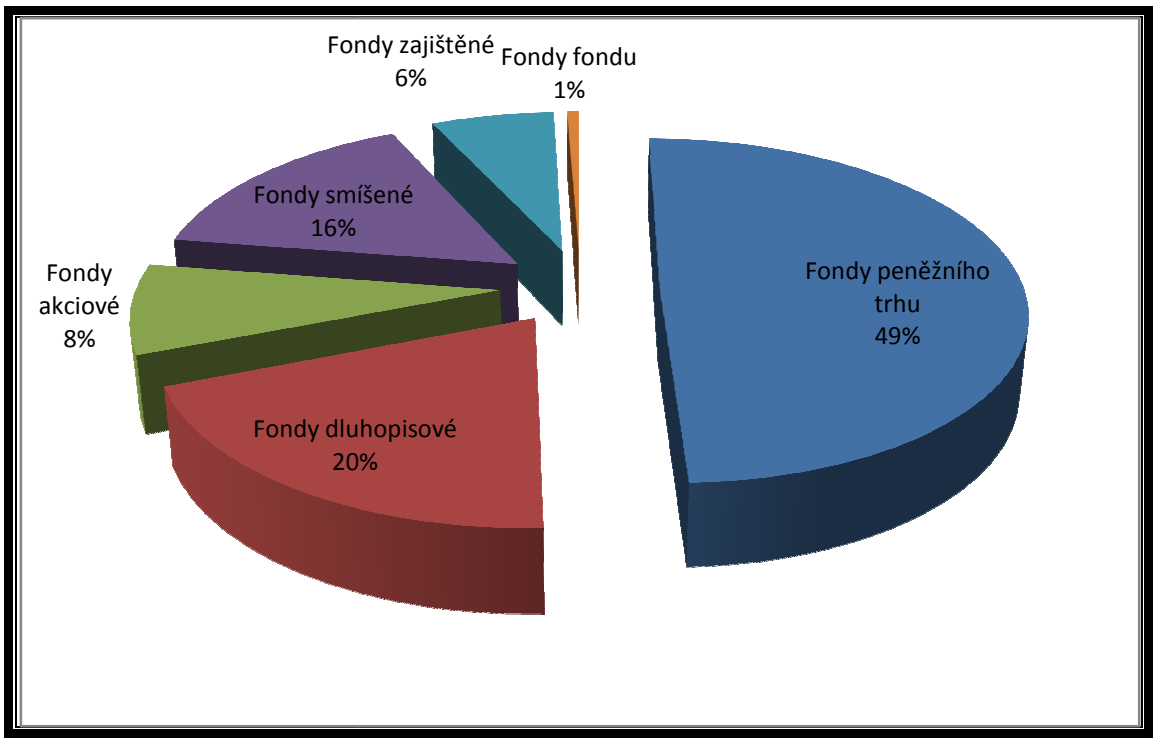
Zdroj 7-12: www.akatcr.cz, KCP

Graf 7-8: Rozdělení majetku dle typu fondů v ČR k 31.12.2007



Zdroj 7-13: www.akatcr.cz

Graf 7-9: Rozdělení majetku dle typu fondů v ČR ke konci roku 2004



Zdroj 7-14: www.akatcr.cz

Tabulka 7-6: Rozdělení majetku dle typu fondů v ČR po vstupu do EU (Kč)

	31.12.2004			31.12.2005		
typ fondu	domácí	zahraniční	celkem	domácí	zahraniční	celkem
Fondy peněžního trhu	60 650 000 000	25 140 000 000	85 790 000 000			102 030 000 000
Fondy dluhopisové	21 880 000 000	12 290 000 000	34 170 000 000			43 780 000 000
Fondy akciové	4 860 000 000	9 670 000 000	14 530 000 000			23 790 000 000
Fondy smíšené	19 950 000 000	7 210 000 000	27 160 000 000			27 160 000 000
Fondy zajištěné	1 360 000 000	9 660 000 000	11 020 000 000			23 840 000 000
Fondy fondu	460 000 000	520 000 000	980 000 000			4 330 000 000
celkem	109 160 000 000	64 490 000 000	**173 650 000 000**			**224 930 000 000**
	31.12.2006			31.12.2007		
	domácí	zahraniční	celkem	domácí	zahraniční	celkem
Fondy peněžního trhu	76 956 622 525	28362465724	105 319 088 249	10252311479	97 594 150 089	107 846 461 568
Fondy dluhopisové	24 986 439 021	16564491849	41 550 930 870	20803800865	15 423 884 187	36 227 685 052
Fondy akciové	11 643 724 322	24988395802	36 632 120 124	16576963843	31 456 181 559	48 033 145 402
Fondy smíšené	27 258 776 556	6555926343	33 814 702 899	28825783325	9 705 900 212	38 531 683 537
Fondy zajištěné	4 808 757 222	37954789894	42 763 547 116	10252311479	54 463 736 285	64 716 047 764
Fondy fondu	10 737 826 607	475955871	11 213 782 478	18371206671	294 970 292	18 666 176 963
celkem	156 392 146 253	114 902 025 483	**271 294 171 736**	105 082 377 662	208 938 822 624	**314 021 200 286**

Zdroj 7-15: KCP, AKAT