

Thesis 1

by Prof Czech

Submission date: 24-Jul-2018 04:18PM (UTC+0100)

Submission ID: 91382399

File name: dp_rp.pdf (6.8M)

Word count: 21207

Character count: 123541

Abstrakt

Tématem mé diplomové práce je komparace kolektivního investování v České republice a v Evropské unii. Úvodní část je věnována teoretickému vymezení kolektivního investování a rozdělení jednotlivých typů fondů dle různých kritérií. Skutečné těžiště mé práce spočívá v popisu a srovnání právní úpravy a ekonomického vývoje kolektivního investování v ČR a EU. Na základě nedostatků zjištěných komparací jsem se pokusil navrhnout kroky ke zlepšení situace českého kolektivního investování.

The theme of my diploma work is the comparison of collective investment in the Czech Republic and in the European Union. The introductory part is devoted to the theoretical definition of collective investment and the division of particular types of funds according to various criteria. In my work I have especially focused on a description and comparison of legislation and economic development of collective investment in the Czech Republic and EU. On the basis of my investigation, which unveiled some defects, I tried to propose some measures to improve the situation in Czech collective investment.

Úvod

V posledním desetiletí můžeme v důsledku působení faktorů globalizace (liberalizace toku kapitálu, integrace národních resp. regionálních finančních systémů) a rozmachu informačních technologií sledovat dynamický vývoj světového finančního systému. Důležitou roli při rozvoji kapitálových trhů sehrává také sofistikovanější přístup investorů k alokaci svých dočasně volných peněžních prostředků. Kvalifikovanější investiční chování veřejnosti se odráží zejména v její snaze o přístup na kapitálové trhy, na nichž je možné v dlouhodobém horizontu dosáhnout nejvyššího zhodnocení investice.

I když vývoj informačních technologií umožnil drobným investorům participovat na kapitálových trzích prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, nejrozšířenějším typem finančních transakcí zůstává nepřímé financování¹. Tuto činnost zajišťují zejména komerční banky, pojišťovny a instituce kolektivního investování. A právě analýza sektoru kolektivního investování, resp. komparace stavu kolektivního investování v České republice a Evropské unii, bude obsahem této diplomové práce.

Cíl práce

Přibližující se ⁵⁰ vstup České republiky do Evropské unie s sebou přináší řadu problémů jak v oblasti kompatibility národního práva s právem ES, tak i v oblasti ekonomické. ³ V této diplomové práci se pokusím odpovědět na otázku, jaký je ³ současný stav kolektivního investování v České republice v porovnání s evropským sektorem kolektivního investování a případně navrhnout kroky, které povedou k aproximaci českého práva právem ES a ke zmírnění ekonomických diferencí.

¹ „Nepřímé financování spočívá v tom, že finanční instituce (komerční banky, pojišťovny, instituce kolektivního investování) vydávají svým věřitelům své vlastní tzv. sekundární cenné papíry a zároveň přijímají dlužní tzv. primární cenné papíry od konečných vypůjčovatelů.“ (Rejnuš, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry, 1. vydání, Praha, Computer Press, 2001)

Metodika

Pro zpracování tématu mé diplomové práce bylo nutné shromáždit velké množství právních a ekonomických informací z oblasti kolektivního investování. Zdrojem těchto informací se staly především odborné publikace, odborné články a právní předpisy České republiky a směrnice Evropského společenství. K jejich získání mi byly oporou nejen technické, vědecké a odborné knihovny, ale také internetové stránky, finanční servery a v neposlední řadě i konzultace s vedoucím mé diplomové práce, Doc. Ing. Oldřichem Rejnušem, CSc.

Před vlastním vypracováním textu diplomové práce jsem většinu právních předpisů a ekonomických dat o kolektivním investování v Evropské unii musel přeložit z angličtiny. Veškeré sumarizované podklady bylo nezbytné utřídit, filtrovat a analyzovat jejich přínos resp. relevantnost jejich použití v diplomové práci.

Zpracované informace jsem využil jednak pro sestavení teoretických kapitol č. 1 a 2, pro definování právních a ekonomických aspektů kolektivního investování v České republice a Evropské unii (kap. 3 a 4) a především pro vzájemnou komparaci legislativy a ekonomického vývoje kolektivního investování v ČR a EU.

Výsledky komparace byly podkladem pro determinaci rozdílů mezi současným stavem kolektivního investování v České republice a Evropské unii a také pro návrh kroků vedoucích k jejich odstranění.

Pro názorné zobrazení popisované problematiky (vývojových trendů, struktury apod.) byly v práci využity přehledné grafy a tabulky.

1. Kolektivní investování

1.1. Pojem kolektivní investování

Kolektivní způsob investování dočasně volných finančních prostředků do různých druhů aktiv je relativně novou formou investování, jejíž historie není delší než dvě století. S prvním pokusem o definici tohoto pojmu se tak můžeme setkat až v roce 1868, kdy britský „*Foreign & Colonial Government Trust*“ definoval význam investičního fondu a nepřímo tak i základní princip kolektivního investování. Investiční fond představoval „*subjekt, který poskytuje drobným investorům stejnou výhodu jako investorům velkým. Touto výhodou je snížení rizika investice prostřednictvím rozložení investice do více cenných papírů*“. Princip kolektivního investování, který je obsažen v předchozí historické definici investičního fondu, můžeme chápat jako shromáždění finančních prostředků více investorů tzn. vytvoření fondu, který umožňuje investorům vstoupit na kapitálové trhy a rozložit společnou investici do více druhů cenných papírů (diverzifikace portfolia).

O více než sto let později se ve směrnici č. 85/611/EHS² (UCITS) můžeme setkat s definicí prostředku kolektivního investování, investičního fondu, jako: „*subjektu, jehož jediným předmětem podnikání je kolektivní investování do obchodovatelných cenných papírů z prostředků získaných od veřejnosti, a který funguje na principu rozložení rizika*“.

V současném právním řádu České republiky se ¹ „*kolektivním investováním rozumí podnikání, jehož výlučným předmětem je zákonem vymezené shromažďování peněžních prostředků, jejich ukládání, jakož i zcizování majetkových hodnot, které byly nabyty*

² Směrnice č. 85/611/EHS (Directive of ¹⁶ Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS) z 20. prosince 1985 upravuje koordinaci zákonů, nařízení a správní předpisy vztahující se k podnikům kolektivních investic v obchodovatelných cenných papírech v zemích Evropské unie.

tímto ukládáním, za jiné majetkové hodnoty"³. Současně se také za kolektivní investování považuje „obhospodařování majetku v podílovém fondu a obhospodařování majetku investičního nebo penzijního fondu na základě smlouvy o obhospodařování majetku investičního nebo penzijního fondu investiční společnost“⁴.

Investiční společnost i investiční fond jsou v ČR obchodní společnostmi, které musí mít formu akciové společnosti a jejichž jediným předmětem podnikání je kolektivní investování.

1.2. Historie kolektivního investování

1.2.1. Evropa

Obrovský rozmach kolektivního investování v posledním desetiletí by nás sice mohl svádět k domněnce, že investování prostřednictvím fondů je zcela novým produktem moderních finančních inženýrů, při podrobnějším pohledu do historie však zjistíme, že podobné formy kolektivních investic jsou o poznání starší.

Myšlenka společného sdružení finančních prostředků za účelem investování do finančních či reálných aktiv v pojetí, které se blíží dnešnímu, vznikla v Evropě už v polovině 19. století. První investiční fond „*Société civile Genevoise d'emploi de fonds*“ byl založen v roce 1849 ve Švýcarsku. Tento fond byl konstruován jako fond uzavřený (*closed-ended fund*), tj. fond s fixním počtem akcií, které jsou obchodovány na sekundárních trzích. Formu uzavřeného fondu měl také první francouzský fond „*Crédit Mobiliér*“, založený v roce 1852.

Ve Velké Británii okolo roku 1870 vznikaly na principu uzavřených fondů společnosti (*trusty*), které po nashromáždění peněžních prostředků investovaly do cenných papírů kotovaných na londýnské

³ Zákon č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.

⁴ Obhospodařováním se rozumí správa majetku a ukládání sním. Tato činnost musí být jediným předmětem podnikání investiční společnosti (Zákon č. 248/1992 Sb, ve znění pozdějších předpisů).

burze a zprostředkovaly tak přístup na tento vysoce organizovaný trh i drobným ⁴⁴ investorům. Již zmiňovaný „*Foreign & Colonial Government Trust*“ vznikl v roce 1868 a specializoval se na investice do zahraničních a koloniálních cenných papírů. Po roce 1920 byly ³ ve Francii zakládány „*Société d'Investissement a Capital Fixe*“ (SICAF), což byly uzavřené fondy kotované na pařížské burze, které sloužily především institucionálním investorům.

Po druhé světové válce se opět ve Francii můžeme setkat s prvními společnostmi typu „*Société d'Investissement a Capital Variable*“ (SICAV). SICAV je otevřený fond s variabilním základním kapitálem, který má právní subjektivitu a využívá systému permanentní emise a zpětného odkupu akcií, přičemž volné prostředky investuje na finančních trzích. Funkcí prvních fondů SICAV byla ⁹ podpora podnikového spoření zaměstnanců velkých francouzských podniků.

V osmdesátých letech se Francie dokonce ⁴ dostala na první místo na světě v objemu investic do otevřených fondů v přepočtu na jednoho obyvatele, a to především díky novému typu fondu, *SICAV monétaires*. Tyto otevřené fondy nabízely investorům výnosy, které sledovaly vývoj úrokových sazeb na mezibankovním trhu, a okamžitou likviditu investice bez rizika ztráty vloženého kapitálu.

Významným krokem k rozvoji kolektivního investování v Evropě bylo přijetí směrnice č.85/611/EHS (UCITS) v roce 1985. Harmonizace podmínek pro kolektivní investování a závaznost směrnice pro jednotlivé členské státy přinesla větší transparentnost investování prostřednictvím fondů, spadajících do UCITS, a společně s dalšími vývojovými trendy finančního systému (liberalizace toku kapitálu, internacionalizace finančních trhů, technologická revoluce v oblasti telekomunikační a výpočetní techniky atd.) vedla k dynamickému rozvoji kolektivního investování i vývoji jednotlivých investičních instrumentů v posledním desetiletí. Ve velmi krátkém období, od roku 1995 do roku 2000, vzrostl objem aktiv v investičních

fondech zemí Evropské unie třikrát (z 1,5 trilionu euro na 4,5 trilionu euro), přičemž téměř 80 % aktiv bylo uloženo ve fondech, podléhajících UCITS, a pouze 20 % aktiv se nacházelo ve fondech, jejichž právní forma, podmínky investování i způsob jejich regulace je plně ponechán v kompetenci jednotlivých členských států EU.

1.2.2. USA

Přímí předchůdci dnešních vzájemných fondů (*mutual funds*) se na území USA začaly objevovat na přelomu 19. a 20. století. Prvním fondem v USA byl „*Boston Personal Property Trust*“ (1894), který měl podobu uzavřeného fondu. K rozmachu kolektivního investování došlo po první světové válce, kdy byly na stejném principu zakládány i další trusty a investiční kluby (*investment pools*). V roce 1924 vznikl první oficiální vzájemný fond „*Massachusetts Investors Trust of Boston*“⁵, který poprvé aplikoval v praxi jednoduchou myšlenku, která se stala principem fungování otevřených fondů. Tato myšlenka spočívá v kontinuálním vydávání a odkupování podílů fondu, přičemž hodnota podílu závisí na čistém obchodním jmění fondu a nikoliv na nabídce a poptávce po akciích fondu, kotovaných na kapitálových trzích, jak je tomu u uzavřených fondů. I když v období krachu na newyorské burze (1929) a následující světové hospodářské krize došlo ke zpomalení růstu fondového investování, rozvoj kolektivního investování v následujících desetiletích to neohrozilo. V reakci na burzovní krach přijal Kongres Spojených států první zákony, regulující kapitálový trh. Byl to Zákon o cenných papírech (*Securities Act*) z roku 1933 a v roce 1934 Zákon o burzách cenných papírů (*Securities Exchange Act*). V oblasti kolektivního investování tyto zákony stanovily fondům povinnost registrace u Vládní komise pro

⁵ Fond vznikl v roce 1924 s čistým majetkem 50 tisíc dolarů, které byly investovány do 45 akciových souborů. O rok později měl fond jen 200 akcionářů a majetek fondu překročil 400 tisíc dolarů. V současné době patří „*Massachusetts Investor Trust*“ k velkým akciovým fondům. Jeho aktiva přesahují 10 mld. dolarů a fond má více než 85 tisíc akcionářů.

regulaci prodeje cenných papírů (³⁶U.S. Securities and Exchange Commission - SEC) a informační ¹⁷povinnost vůči ⁷⁰investorům prostřednictvím prospektu. A právě zmiňovaná SEC pomáhala vytvářet Zákon o investičních společnostech (*Investment Company Act - 1940*), který stanovil hlavní směrnice, kterým musí investiční společnosti vyhovět. Po přijetí těchto regulačních zákonů, které výrazně přispěly k vyšší transparentnosti a lepší kontrole investic na kapitálových trzích, došlo k obnovení důvěry investorů a segment vzájemných fondů začal progresivně růst. Na konci roku 1960 bylo v USA okolo 270 fondů s majetkem v hodnotě 48 bilionů dolarů.

Spojené státy americké přispěly k rozvoji kolektivního investování nejen přijetím systému regulace, ale také zavedením řady nových typů fondů. V 70. letech vznikly v USA fondy peněžního trhu (*money market funds*), které začaly vkládat získané finanční prostředky do krátkodobých cenných papírů (vládních pokladničních poukázek, depozitních certifikátů). Jelikož banky v USA mohly tehdy svým klientům vyplácet pouze vládou vyhlášené maximální úrokové sazby, přičemž skutečné tržní úrokové sazby byly několikrát vyšší než sazby regulované, výnos fondů peněžního trhu, který byl na úrovni aktuálních tržních sazeb, přetáhl část finančních prostředků drobných investorů z bank do vzájemných fondů. Zrušení úrokových stropů a zavedení nových bankovních instrumentů v 80. letech vedlo naopak k výraznému oslabení významu fondů peněžního trhu.

V roce 1976 byl ve Spojených státech otevřen nový typ fondu, jehož složení se snaží kopírovat složení vybraného akciového indexu. První americký indexový fond (*index fund*), se původně jmenoval „*First Index Investment Trust*“, dnes se nazývá „*Vanguard 500 Index fund*“ a v listopadu roku 2000 se dokonce stal největším vzájemným fondem v USA, když jeho aktiva přesáhla hranici 100 bilionů US dolarů.

V současnosti v USA funguje více než 10 000 vzájemných fondů, které pro zhruba 83 milionů individuálních investorů spravují aktiva ve výši přesahující 7 trilionů dolarů.

1.2.3. Česká republika

Historie kolektivního investování v České republice je o poznání kratší než v ostatních vyspělých zemích Evropy. V centrálně řízené a plánované ekonomice tehdejší ČSSR prakticky neexistoval kapitálový trh, a tak po roce 1990 bylo nutné celý jeho systém vytvořit. Specifický přechod od centrálně plánované ekonomiky k tržnímu hospodářství s sebou přinesl nutnost změny vlastnických vztahů (odstátnění) a s tím související liberalizaci ekonomických a cenových vazeb. K zásadnímu odstátnění majetku byly použity různé formy a metody privatizace, přičemž hlavním impulsem pro masivní vznik investičních společností resp. fondů bylo použití kuponové privatizace jako nosné metody redistribuce vlastnictví. Příležitostí pro subjekty kolektivního investování se stala skutečnost, že občané měli minimální zkušenosti s rolí akcionářů, a tak role privatizátorů a následně správců majetku připadla právě investičním společnostem a fondům.

Kuponová privatizace probíhala ve dvou vlnách⁶, během kterých došlo k prodeji státního majetku v hodnotě 347 miliard Kč. Už sama metoda privatizace, spolu s investiční „negratností“ občanů a velmi liberální licenční politikou státu v této oblasti, vytvořila velmi dobré podmínky pro vznik investičních společností resp. privatizačních fondů. **První vlny se zúčastnilo více než 400 investičních fondů, které**

⁶ První vlna kuponové privatizace, která proběhla od 17. 2. 1992 do 31. 1. 1993, zahrnovala celkem 988 českých a 503 slovenských podniků a zúčastnilo se jí téměř 6 milionů českých a 2,6 milionu slovenských DIKů. V 5 aukčních kolech byl prodán majetek v hodnotě 278 miliard Kč. Druhá vlna (1. 10. 1993 – 3. 12. 1994) se týkala už pouze občanů a majetku ČR. Více než šest milionů DIKů mohlo v šesti aukčních kolech získat majetek v hodnotě 155 miliard Kč. Prodáno bylo nakonec 268 podniků v souhrnné hodnotě 149,3 miliardy Kč.

získaly cca 73 % ⁵ celkového majetku přiděleného pro první vlnu kuponové privatizace. Ve druhé vlně, které se mohly zúčastnit už i fondy podílové, dosáhlo 353 fondů 65 % podílu na privatizovaném majetku. Umožnit fondům, aby mohly vstoupit do procesu kuponové privatizace, bylo sice rozhodnutí principiálně správné, ale naprosto „děravá“ legislativa v této oblasti bránila dostatečné regulaci a dohledu nad subjekty kapitálového trhu a tím neúměrně zvýšila rizika pro drobné akcionáře privatizačních fondů. Tento neuspokojivý stav, kdy v důsledku „morálního hazardu“ docházelo k různým formám tunelování⁷ fondů, vedl až k závažným poruchám fungování kapitálového trhu ČR a k prudkému snížení důvěry drobných investorů v subjekty kolektivního investování v České republice. Svoji negativní úlohu sehrála i skutečnost, že většina privatizačních fondů měla podobu fondů uzavřených, které nejsou povinny odkupovat akcie (podíly) svých akcionářů (podílníků) na základě hodnoty svého čistého obchodního jmění, nýbrž cena akcie (podílu) je determinována nabídkou a poptávkou na sekundárním trhu. Investičním fondům tak zůstával kapitál bez ohledu na kvalitu hospodaření jejich managementu.

K dílčímu obnovení důvěry v investice do fondů přispěla až podstatná změna legislativy v letech 1996 až 1998 (novelizován byl ⁴⁹ *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech a Zákon o cenných papírech*, nově přijat byl *Zákon o Komisi pro cenné papíry*), která upravila pravidla kolektivního investování a částečně zprůhlednila celý systém kapitálového trhu. K vyšší transparentnosti segmentu investičních fondů přispěl i vznik samosprávné regulující organizace - Unie investičních společností České republiky - jejíž členové musí dodržovat etický kodex a jsou pod dohledem etické komise Unie.

⁷ Pojem tunelování je již součástí právní terminologie a znamená účelové praktiky managementu, vedoucí k poškození minoritních akcionářů a k převedení části aktiv společnosti na jiný subjekt.

Po roce 1997 se v ČR začaly výrazněji prosazovat otevřené podílové fondy, které oproti jiným typům fondů přinesly svým podílníkům řadu výhod (likvidita investice, transparentnost, výplata podílu dle skutečného ČOJ fondu).

V posledních letech již můžeme v České republice sledovat zvýšenou konkurenci zahraničních investičních společností v oblasti investičních služeb a také rostoucí zájem drobných investorů o alokaci svých dočasně volných prostředků na finančních trzích prostřednictvím finančních zprostředkovatelů.

1.3. Důvody resp. výhody kolektivního investování

Současný stav a vývojové trendy světového finančního systému jednoznačně determinují výchozí tezi pro investování úspor domácností, firem a státu. Dle této základní teze lze vysokého zhodnocení dočasně volných finančních prostředků dosáhnout na finančních trzích, na kterých dochází k soustřeďování dočasně volných zdrojů finančních prostředků a kde by mělo současně docházet k jejich efektivní alokaci.

Vstup drobného investora na tyto trhy byl dlouhou dobu značně komplikovaný a i dnes, kdy s rozvojem finančních služeb a telekomunikačních technologií je investování (formou polopřímého financování) na kapitálových trzích dostupné většině drobných investorů, existují problémy a rizika, která je možné eliminovat při využití kolektivního investování.

Mezi základní důvody resp. výhody kolektivního investování můžeme zařadit diverzifikaci portfolia, vyšší profesionalitu a nižší náklady oproti individuálnímu investování.

Diverzifikace portfolia u fondů, které disponují velkými objemy peněžních prostředků a mohou tak nakupovat širokou škálu

investičních instrumentů, je mnohem efektivnější, než kdyby se o totéž pokoušel individuální investor s omezenými prostředky. Při správném rozložení investice dle moderní teorie portfolia dochází k výraznému snížení finančního rizika a riziko je, jak víme, pro většinu drobných investorů⁸ jedním z klíčových faktorů při posuzování výhodnosti investice.

Profesionalita managementu fondu hraje důležitou roli právě při výběru vhodných investičních příležitostí, které přinesou efektivní zhodnocení prostředků fondu při akceptovatelné míře rizika. Odborníci, kteří stojí nebo by měli stát v čele subjektů kolektivního investování, mají větší předpoklady a podmínky pro správnou analýzu situace na trhu a výběr vhodných investičních instrumentů než drobný investor, který nejenže má těžší přístup k informacím, ale většinou nemá čas ani schopnost důkladně tyto informace analyzovat a spravovat tak svá aktiva kvalitně a efektivně.

Alokace velkého objemu prostředků, které má fond k dispozici, s sebou přináší i nutnost úhrady transakčních nákladů, což jsou náklady spojené s nákupem a prodejem investičních instrumentů. **Nížší průměrné transakční náklady** fondu oproti investici jednotlivce jsou samozřejmě dány tím, že operace na finančních trzích jsou realizovány ve velkých objemech, čímž se snižuje podíl transakčních nákladů (které zpravidla mají degresivní průběh) na velikosti investice a v podstatě tak můžeme hovořit o úsporách z rozsahu.

Specifickou výhodou investic do otevřených podílových fondů je vysoká **likvidita** investice. Likvidita patří mezi klíčové faktory investičního rozhodování a rychlost přeměny investice zpět na

⁸ Pro investory, kteří se vyznačují indiferentním vztahem vůči riziku, nepatří riziko mezi rozhodující kritéria při posuzování výhodnosti investice.

peněžní prostředky u otevřených podílových fondů se téměř vyrovná výběru hotovosti z bankovního účtu, jelikož zpětný odkup podílových listů a jeho vypořádání probíhá obvykle ve lhůtách od dvou do pěti kalendářních dnů.

Jako výhodu otevřených podílových fondů můžeme označit také **transparentnost** jejich hospodaření. Fondy musí pravidelně zveřejňovat informace o svém hospodaření a také ostatní relevantní informace, přičemž na správnost informací dohlíží nezávisle na sobě státní regulátor trhu, depozitář fondu a také samosprávné regulující organizace (v České republice je to Unie investičních společností ČR).

2. Fondy

2.1. Pojem, základní modely fondů

Dle slovníku cizích slov znamená pojem fond souhrn majetku, obvykle finančního, určeného pro konkrétní účel. Konkrétním účelem investičního fondu je efektivně alokovat prostředky mu svěřené do vybraných investičních instrumentů, u kterých očekáváme s určitou mírou rizika budoucí zisk. Investiční fondy, jakožto subjekty kolektivního investování, poskytují investorům výhody, které již byly podrobně popsány v předchozí kapitole, a proto si pouze ve stručnosti zopakujeme základní výhody kolektivního investování:

- snížení rizika díky větší schopnosti fondu diverzifikovat portfolio
- možnost vstupu investora i na nedostupné trhy resp. segmenty trhů
- profesionalita managementu
- úspory z rozsahu díky velkému objemu finančních prostředků fondu

Ještě než se budeme věnovat konkrétním druhům a typům fondů podrobněji, je nutné vymezit elementární modely fondů a vysvětlit principy jejich fungování.

Obecně rozlišujeme dva základní modely fondů:

- investiční model
- podílový model

Investiční model fondu je založen na stejných principech, na kterých je organizována akciová společnost a fond je tak samostatným právním subjektem. Prostředky fondu jsou získávány emisí akcií a investoři se stávají akcionáři fondu se všemi právy i povinnostmi, které z vlastnictví akcií plynou. Investoři fondu mohou svá práva prosazovat na valné hromadě. Získané prostředky fondu jsou investovány v souladu s podmínkami statutu (prospektu) fondu a

s usnesením valné hromady. Rovněž reinvestice či výplata zisků je determinována rozhodnutím valné hromady. Tato konstrukce fondu je využívána především v anglosaských zemích (*Investment Trust*), v Nizozemsku (*Investment Companies*), ale v první polovině 90. let byla populární také v České republice (*investiční fondy*).

Podílový model fondu se od investičního modelu liší především tím, že nemá právní subjektivitu. Podílový fond zakládá investiční společnost, která je zpravidla také správcem fondu. Majetek fondu však musí být striktně oddělen od majetku investiční společnosti. Z pohledu investora zde můžeme oproti investičnímu modelu najít podstatnou změnu, kdy se investor po vložení svých prostředků do fondu nestává jeho akcionářem, ale pouze podílníkem na majetku fondu. V praxi to znamená, že investor není oprávněn zasahovat do správy fondu. Podílový model fondu je velmi rozšířen v Německu, Švýcarsku, Belgii, Lucembursku a od roku 1994 i v České republice (podílové fondy).

Dalším krokem k pochopení systémů investičních fondů je jejich rozdělení z hlediska možnosti vydávání nových akcií (podílových listů). Podle tohoto kritéria rozlišujeme:

- uzavřené fondy (*closed-ended funds*)
- otevřené fondy (*open-ended funds*)

Uzavřený fond má omezený počet akcionářů (podílníků), jelikož při založení je předem určen počet akcií (podílových listů), které budou emitovány. V důsledku toho, že u takto konstruovaných fondů většinou neexistuje povinnost zpětného odkupu akcií, uskutečňují se obchody s akciemi (podílovými listy) fondu pouze na sekundárních trzích. Tržní cena těchto akcií je tak určována nabídkou a poptávkou

a nemusí korespondovat s hodnotou čistého obchodního jmění⁹ (ČOJ) na akcii (podílový list). Je-li tržní cena akcie nižší než ČOJ připadající na jednu akcii (podílový list), označujeme tento rozdíl jako diskont. Mezi hlavní příčiny diskontu patří nižší likvidita, špatná kvalita managementu, ale existuje zde i reálná možnost záměrného ovlivnění kurzu na sekundárním trhu z důvodu spekulace. Výjimečně se můžeme setkat s akcií (podílovým listem) fondu, která je obchodována s premií tzn. že kurz akcie je vyšší než majetek fondu, připadající na jednu akcii.

V některých státech nejsou uzavřené fondy vůbec zákonem povoleny (Německo, Švýcarsko), v jiných zemích, přestože jsou zákonem upraveny, je jejich význam minimální (Francie, Nizozemsko, Česká republika). Své stálé místo mezi institucemi kolektivními investování mají uzavřené fondy pouze ve Spojených státech a Velké Británii.

Otevřené fondy (bez právní subjektivity) mají neomezenou možnost emise nových akcií (podílových listů) tzn. že počet akcionářů (podílníků) fondu je neomezený. Zároveň mají tyto fondy povinnost odkupu vlastních emitovaných cenných papírů, čímž je zaručena vysoká likvidita investice. Inventární hodnota cenného papíru (CP) tzn. akcie nebo podílového listu fondu, fungujícího na principu permanentní emise a zpětného odkupu, je pravidelně počítána z hodnoty čistého obchodního jmění podle vztahu:

$$\text{inventární hodnota CP} = \text{ČOJ} / \text{počet emitovaných CP}$$

Je zřejmé, že u akcií (podílových listů) otevřených fondů se nesetkáme s diskontem nebo s premií, ale i zde má jejich nákup a prodej svá specifika.

⁹ Čisté obchodní jmění (dle současné právní úpravy ⁴ čistý obchodní majetek) představuje obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.

Prodej akcií fondem se uskutečňuje za cenu emisní, což je inventární hodnota akcie (podílového listu) zvýšená o přírážku, která slouží ke krytí nákladů fondů. Tato přírážka se běžně pohybuje v rozmezí 3 – 5 % z investované částky, ale v rámci konkurenčního boje nejsou výjimkou ani nulové vstupní poplatky.

emisní cena = inventární hodnota + přírážka (v %)

Také zpětný odkup akcií (podílových listů) může být zatížen poplatky (poplatek za zpětný odkup nebo za stažení), ale zpravidla se odkupní cena shoduje s inventární hodnotou akcie (podílového listu).

2.2. Charakteristika jednotlivých forem fondů

Podle již vymezených kritérií si nyní rozčleníme fondy podle jejich formy a pokusíme se stručně charakterizovat specifika, která jsou přímo spojena s investováním do jednotlivých forem fondů. Fondy, jejichž produkty jsou nabízeny v České republice, můžeme (s ohledem na neúplné vymezení subjektů kolektivního investování v českém právu) rozdělit na:

- investiční fond
- investiční fond se znaky otevřeného ² fondu
- uzavřený podílový fond
- otevřený podílový fond

Investiční fond

Investiční ⁶⁸ fond má právní subjektivitu, v podmínkách České republiky musí mít formu akciové společnosti. Jeho fungování podléhá jednak režimu akciové společnosti (dle *Obchodního zákoníku*), ale zároveň je jako instituce kolektivního ⁶⁸ investování podroben přísnějším pravidlům a regulaci, jak vyplývá ze ⁴ *Zákona o investičních společnostech a investičních fondech*. Jeho akcie jsou povinně

obchodovatelné na veřejném kapitálovém trhu. Investiční fond může být spravován investiční společností nebo se může spravovat sám. Ať už spravování investiční společnosti nebo vlastním managementem s sebou přináší určité náklady, se správou spojené (odměny managementu, mzdové náklady, transakční náklady). Role správce fondu (investiční společnosti nebo majoritních vlastníků) je velmi důležitá, uvědomíme-li si, že tržní cena akcií fondu je stanovována na sekundárních trzích. Poptávka po akciích je značně závislá na důvěře nebo nedůvěře potenciálních investorů ve správce fondu. Složení managementu fondu a tím i možnost ovlivnění jeho rozhodnutí je v moci majoritních akcionářů a i jejich „morální bezúhonnost“ ovlivňuje situaci na trhu, což se může odrazit i ve velikosti diskontu resp. prémie, s jakou je akcie obchodována.

$$\text{diskont}^{10} = [1 - (\text{kurz akcie} / \text{ČOJ připadající na akcii})] \cdot 100 \text{ (v \%)}$$

Jak již bylo dříve popsáno, pokud je kurz akcie nižší než hodnota majetku investičního fondu připadajícího na jednu akcii, říkáme, že akcie je obchodována s diskontem. Za akceptovatelnou je velikost diskontu, která nepřekročí 10 – 15 %. Je-li velikost diskontu vyšší, je velmi pravděpodobné, že správce fondu nebo jeho vedení nemá dostatečnou důvěru investorů. V opačném případě, je-li dosaženo prémie, může být příčinou vysoká důvěra investorů ve stávajícího správce fondu.

V praxi je to právě výše diskontu, která je nejčastěji předmětem spekulace investorů. Tito investoři spekulují jednak na růst hodnoty aktiv v portfoliu fondu, ale především předpokládají, že v budoucnu dojde ke snížení diskontu, což jim umožní realizovat zisk.

¹⁰ Pokud by výsledek byl záporný, jednalo by se o prémii.

Investiční fond se znaky otevřeného fondu

Tímto termínem dle mého názoru můžeme označit investiční společnosti s proměnlivým základním jměním (SICAV). Jasně zařazení společností typu SICAV buď jako otevřených podílových fondů nebo jako investičních fondů (investičních společností) není z hlediska současné české právní úpravy kolektivního investování možné. Povaha zahraniční investiční společnosti typu SICAV spíše odpovídá povaze otevřeného podílového fondu podle ³⁴ **Zákona o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF), ve kterém** není předem omezen objem emise podílových listů a správce fondu má povinnost zpětného odkupu podílových listů. Zásadní diferencí mezi těmito subjekty však můžeme nalézt v jejich právní formě. Zatímco otevřený podílový fond je pouhou organizační složkou investiční společnosti tzn. že nemá právní subjektivitu, SICAV je samostatným právním subjektem stejně jako investiční společnost (investiční fond), které podle ZISIF musí mít formu akciové společnosti.

Specifickým druhem SICAV jsou „zastřešující“ fondy (*umbrella funds*), jelikož při konstrukci tohoto druhu společnosti dochází k vytvoření oddělených souborů aktiv, česky označovaných jako pod-fondy (*compartments*). Tím dochází k faktickému rozdělení základního kapitálu společnosti. Aktiva každého pod-fondu jsou investována a spravována odděleně v závislosti na investiční strategii příslušného fondu. Prakticky se oddělení aktiv jednotlivých pod-fondů uskutečňuje již při emisi akcií společnosti, kdy akciím jednotlivých pod-fondů je přidělen různý ISIN¹¹ a výnos jednotlivých emisí je účelově vázán ke konkrétnímu pod-fondu, kde může být použit pouze dle investiční strategie pod-fondu, uvedené v jeho prospektu.

¹¹ ISIN – International Securities Identification Number – je dvanáctimístný alfanumerický kód, který zajišťuje jednoznačnou identifikaci cenného papíru při transakcích na všech světových trzích. Na jednotlivých trzích však mohou být cennému papíru přiřazeny i jiné identifikátory, specifické pro konkrétní trh.

S akciemi pod-fondů je spojeno právo zpětného prodeje akcií a povinnost společnosti tyto akcie odkoupit.

Uzavřený podílový fond

Jedná se o takovou formu podílového fondu, kdy počet a doba vydávání podílových listů bývají omezeny. Zároveň je omezena i délka existence fondu. Před uplynutím doby trvání fondu je možné s podílovými listy fondu obchodovat pouze na sekundárním kapitálovém trhu, jelikož podílník nemá právo na zpětný odkup podílových listů. Z hlediska investorů se nejedná o příliš bezpečný druh investice, protože investice do uzavřeného podílového fondu nejenže vykazuje všechna rizika investice do investičního fondu, ale navíc uzavřený podílový fond nemá právní subjektivitu a podílník tak nemá žádný nástroj k prezentaci a ochraně svých zájmů. Bezpečnost investice zde maximálně závisí na důvěryhodnosti a odbornosti správce fondu (investiční společnosti). Z výše uvedených důvodů je tato forma fondů striktně regulována nebo ji dokonce zákon nepovoluje.

Otevřený podílový fond

Tyto fondy fungují na principu permanentní emise a zpětného odkupu svých podílových listů, což v praxi ² znamená, že počet emitovaných podílových listů není omezen, a velikost fondu je determinována zájmem investorů o investici do fondu resp. celkovém objemu investory vložených a vybraných peněz. Jak z principu permanentní emise a zpětného odkupu vyplývá, doba upisování podílových listů, ani doba existence fondu není legislativně nijak upravena. Otevřený podílový fond není právním subjektem a je tedy spravován ²⁹ investiční společností. Vložené prostředky investora tak zůstávají jeho majetkem a investiční společnost mu je pouze spravuje v rámci příslušného fondu a v souladu se statutem fondu. Povinností investiční společnosti (správce podílového fondu) je na požádání

odkoupit od podílníka jeho podílový list a to za cenu, která odpovídá aktuální hodnotě majetku fondu, připadajícího na tento podílový list. Tato cena může být dle statutu fondu snížena o poplatek za zpětný odkup nebo o poplatek za stažení. Vzhledem k faktu, že podílník má právo požádat o zpětný odkup svých podílových listů ze cenu blízkou jejich skutečné hodnotě, nejsou tyto investiční instrumenty obchodovány na sekundárních trzích a také u nich neexistuje možnost diskontu nebo prémie.

V současné době je tato forma fondů nejvíce rozšířena, jelikož poskytuje investorům všechny výhody, vyplývající z kolektivního investování (včetně tolik potřebné likvidity) a zároveň, v porovnání s ostatními formami fondů, i největší transparentnost resp. nejnižší riziko nekalých praktik správce fondu.

2.3. Konkrétní typy fondů

V předchozí kapitole jsme si rozdělili fondy z hlediska použitého modelu a podle možnosti vydávat akcie (podílové listy). Dále jsme se věnovali jednotlivým popsaným formám fondů a specifikům, která jsou s investicí do jednotlivých forem spojená. V této části rozčleníme fondy dle následujících kritérií:

- Orientace investic a složení portfolia
- Stupeň vázanosti investice
- Způsob rozdělení zisku
- Povaha správy
- Geografické zaměření investic

2.3.1. Rozdělení fondů dle orientace investic a složení portfolia

Základním cílem všech institucí kolektivního investování je účelné spravování vložených finančních prostředků tak, aby v budoucnu

docházelo k jejich zhodnocení (zisku). Jak bude fond usilovat o dosažení tohoto cíle, je určeno investiční strategií fondu, přičemž tato informace má podstatný vliv na investiční rozhodování potenciálních investorů a jako taková je povinnou součástí statutu fondu, v souladu s kterým musí investiční společnost (investiční fond) vložený majetek spravovat. Investiční zaměření (strategie) fondu determinuje nejen druhy investičních instrumentů, které budou součástí portfolia, ale současně i podíly jednotlivých aktiv v portfoliu (strukturu portfolia).

Dle orientace investic a složení portfolia dělíme fondy na:

- a) ² Fondy peněžního trhu
- b) Fondy dluhopisové
- c) Fondy akciové
- d) Fondy smíšené (balancované)
- e) Fondy finančních derivátů
- f) Fondy indexové
- g) Fondy garantované
- h) Fondy fondů
- i) Fondy reálných aktiv
- j) Fondy ostatní

³
a) Fondy peněžního trhu (money market funds)

Investují do nástrojů peněžního trhu, přičemž preferují bezpečné krátkodobé státní cenné papíry (v ČR státní pokladniční poukázky) a depozita u renomovaných bankovních institucí. Tato bankovní depozita bývají úročena výhodněji než individuální bankovní vklady drobných investorů a to díky mnohonásobně vyššímu objemu vkládaných peněžních prostředků fondu.

V dlouhodobém horizontu se investice do nástrojů peněžního trhu vyznačuje nižší výnosností, ale současně i podstatně menší rizikovostí, než investice na kapitálových trzích.

b) Fondy dluhopisové (bond funds)

Obecně je investice do dluhopisů považována za rizikovější než investice na peněžním trhu, ale za méně rizikovou oproti investici do akcií. V praxi se však bezpečnost investice do obligačního fondu odvíjí od skladby jeho portfolia, kdy největší pozornost je třeba věnovat kvalitě (riziku nesplacení) obligace. Hranice rozdělení obligací podle rizika nesplacení kuponu popř. jistiny tvoří nejkvalitnější státní dluhopisy na jedné straně a „prašivé obligace“¹² (*junk bonds*) na straně druhé. Samozřejmě, že i zde platí vzájemná souvislost mezi faktory poptávky po aktivech (bohatství, riziko, výnos, likvidita) a bezpečná investice do státních obligací přináší nižší očekávaný výnos než riziková investice do méněcenných obligací.

Skladbu portfolia je nutné posoudit také z pohledu poměru obligací s fixní a s variabilní úrokovou sazbou. Dluhopisy s pevnou (fixní) úrokovou sazbou jsou více volatilní než obligace s pohyblivou (variabilní) úrokovou sazbou.

c) Fondy akciové

Jakákoliv forma investice do akcií je považována za rizikovější a v delším časovém horizontu také výnosnější než obdobná investice do fondů smíšených, obligačních nebo peněžního trhu. Vývoj kurzu akcií nezávisí pouze na kvalitě podniku, ale je výrazně ovlivňován vývojovými trendy na kapitálových trzích a proto by investor měl mít podrobné informace o investičním stylu vybraného fondu a pečlivě analyzovat rizika z tohoto stylu plynoucí. Podle konkrétního zaměření investic můžeme akciové fondy rozdělit na:

¹² „prašivé obligace“ – dluhopisy, které přináší vysoký výnos, ale současně také existuje vážné riziko jejich nesplacení. Většinou jsou to obligace vydané společnostmi, jejichž úvěrová schopnost je ratingovými agenturami (Moody's, Standard & Poor's apod.) hodnocena jako nízká.

1) Fondy oborové (odvětvové)

Tyto fondy orientují své investice do vybraného odvětví nebo oboru (biochemie, energetika, informační technologie).

2) Fondy zaměřené na akcie nových firem

Správci těchto fondů se zaměřují na akcie, které se obchodují na tzv. nových trzích (*new markets*). Zde jsou obchodovány akcie nově vzniklých podniků nebo firem, jejichž akcie se staly veřejně obchodovatelnými. Jedná se o mimořádně rizikové investice, jelikož u „mladých“ společností je pravděpodobnost jejich podnikatelského neúspěchu (bankrotu) velmi vysoká.

3) Fondy zaměřené na akcie malých firem

Investice těchto fondů jsou zaměřeny především na akcie malých, ale již zavedených podniků, které mají velký růstový potenciál. Investor zde podstupuje nižší riziko než u fondů zaměřených na akcie nových firem.

4) Fondy zaměřené na akcie velkých firem

Investují do společností, které ve svých oborech patří k nejlepším a mají vysokou tržní kapitalizaci. Potenciál růstu i riziko je nižší než u akcií malých podniků.

d) Fondy smíšené (balancované)

Jedná se o kombinaci akciových a dluhopisových fondů, přičemž výnosnost i riziko investice do balancovaných fondů je závislé především na poměru a kvalitě akcií a obligací v portfoliu.

e) Fondy finančních derivátů

Jsou to poměrně rizikové fondy, které investují do vybraných druhů finančních derivátů (obchodovatelných kontraktů typu futures a

opcí). Vysoké riziko je vyváženo vyššími očekávanými výnosy, kterých fond může dosáhnout díky „pákovému efektu“¹³. Riziko, které plyne z držení finančních derivátů, musí správce fondu omezovat pomocí zajištění.

f) Fondy indexové

Struktura aktiv těchto fondů je odrazem složení vybraných akciových indexů a portfolio je dlouhodobě drženo bez ohledu na aktuální vývoj na kapitálovém trhu. Pasivní správa portfolio umožňuje minimalizovat transakční náklady a díky tomu jsou poplatky za správu (obhospodařování) fondu velmi nízké.

g) Fondy garantované

Jsou kombinací dluhopisového fondu a fondu finančních derivátů. Hlavní složkou portfolio jsou bezpečné instrumenty peněžního trhu resp. státní obligace, jejichž podíl v portfolio dosahuje až osmdesát procent. Druhou složku tvoří rizikové a potenciálně výnosné finanční deriváty. Délka trvání investice je předem určena a případné vystoupení z fondu před uplynutím stanovené doby je penalizováno. Díky dluhopisové složce portfolio může správce fondu investorům zaručit minimální návratnost investice¹⁴, zároveň však omezuje i výnos. Zisk může být dělen mezi správce a investora v předem určeném poměru a nebo může být maximální výnos pro drobného investora omezen procentním stropem (např. 180 % vložené částky) a veškeré výnosy nad tuto hranici připadají správci fondu.

h) Fondy fondů

Aktiva těchto fondů jsou složena z účastí v jiných fondech. Drženy jsou především podílové listy otevřených fondů a akcie investičních

¹³ pákový efekt (leverage) je vztah mezi premií a násobkem částky, kterou premie kontroluje.

¹⁴ Minimální návratnost investice nemusí být vždy pouze stoprocentní. Například americké garantované fondy (Nasdaq růstový Plus a Americký růstový fond Plus) nabízejí minimální návratnost 106 resp. 111 %, ale současně omezují i maximální výnos a to na 180 resp. 200 % vložené částky.

fondů. Při vhodné investiční strategii dosahují tyto fondy značná diverzifikace portfolia, nevýhodou pro investora mohou být vícenásobné poplatky za správu, které si z výnosů srážejí správci fondu fondů i fondů vnořených.

i) Fondy reálných aktiv

Tyto fondy investují do aktiv, které můžeme označit jako reálné (konečné) investice. Konečné investice jsou např. nákupy nemovitostí, starožitností, uměleckých předmětů nebo komodit. Svůj velký význam mají tyto fondy především v období hospodářské a politické nejistoty a při existenci popř. očekávání vysoké míry inflace, kdy dosahují nejvyššího zhodnocení. Typickými zástupci fondů reálných aktiv jsou realitní a komoditní fondy.

1) Fondy realitní

Instituce kolektivního investování, které vytvářejí diverzifikovaná portfolia, která jsou složena především z realit, nemovitostí, ale i hypotečních zástavních listů.

2) Fondy komoditní

Představují pro drobného investora jedinou příležitost k finanční participaci na organizovaných trzích s ropou, zlatem, zemědělskými produkty popř. jinými komoditami. Díky značné volatilitě cen na světových komoditních trzích se z hlediska výnosnosti jedná o značně rizikovou spekulaci.

j) Fondy ostatní

Vzhledem k rozmanitosti moderních instrumentů existují některé typy fondů, jejichž zařazení do předešlých kategorií není možné nebo plně nevystihuje orientaci investic. *Investiční strategie těchto fondů* není řízena podle druhů aktiv, ale podle předem stanovených speciálních kritérií, které přinášejí výhody vyplývající z legislativy

jednotlivých zemí. Příkladem může být např. fond daňové optimalizace, který nakupuje finanční aktiva s daňově osvobozeným výnosem z jejich držby.

2.3.2. Rozdělení fondů dle stupně vázanosti investice

Změny tržních podmínek v různých fázích hospodářského cyklu výrazně ovlivňují hodnotu aktiv v portfoliu fondu a proto je pro drobného investora důležité vědět, zda „jeho“ fond může přizpůsobovat svá aktiva aktuální situaci na trhu a dle potřeby transformovat původní aktiva na aktiva výnosnější, likvidnější nebo méně riziková. Podle možnosti transformace resp. dle stupně vázanosti dělíme fondy na:

⁶⁷
a) Fondy s pevnou strukturou investičních instrumentů (*fixed funds*)

Portfolio investičních instrumentů **je** neměnné po celou dobu existence fondu a jednotlivé tituly jsou uvedeny ve stanovách i statutu fondu. Pevná struktura portfolia umožňuje jeho pasivní správu, což snižuje náklady správce fondu a minimalizuje poplatky za správu.

b) Fondy s flexibilní strukturou investičních instrumentů (*flexible funds*)

Aktiva těchto fondů je možné transformovat podle potřeb a investiční strategie fondu. Možnost rychlé transformace aktiv při změnách tržních podmínek vyžaduje aktivní správu portfolia.

c) Fondy s částečnou flexibilní strukturou (*semi flexible funds*)

Jde o kombinaci fixních a flexibilních fondů. Při založení fondu je stanovena struktura investičních instrumentů a později může dojít k určité procentní změně podílů jednotlivých aktiv. Tomuto typu

odpovídá i většina fondů v ČR, které mají ve statutu vymezeny intervaly, ve kterých se mohou jednotlivé druhy aktiv pohybovat, což umožňuje managementu aktivně řídit investiční strategii fondu.

2.3.3. Rozdělení fondů dle způsobu rozdělování zisku

Nezbytnou informací pro potenciálního investora je informace o strategii fondu v oblasti rozdělování zisku. Rozeznáváme:

a) Fondy důchodové

Zisky z obchodování s cennými papíry, stejně jako důchody (dividendy, úroky), plynoucí z jejich držby, jsou plně vypláceny akcionářům (podílníkům).

b) Fondy růstové

Veškeré zisky z hospodaření fondu jsou reinvestovány tak, aby neustále docházelo ke zvyšování inventární hodnoty akcie (podílového listu). V zemích, kde je po určité době držby akcií (podílových listů) jejich kapitálový výnos daňově osvobozen¹⁵, jsou tyto druhy fondů drobnými investory preferovány.

c) Fondy vyvážené

Zisky fondu jsou děleny v poměru (výplatní poměr), který je určen jejich statutem. Jedná se o kombinaci důchodového a růstového fondu, přičemž podíl vyplacených důchodů a reinvestovaného zisku závisí na zvolené strategii fondu.

¹⁵ Kapitálové příjmy z cenných papírů jsou v České republice osvobozeny od daně z příjmů v případě, že jejich držba fyzickou osobou přesáhne šest měsíců.

2.3.4. Rozdělení fondů dle povahy správy portfolia

Rozdělení fondů podle povahy správy portfolia (aktivní nebo pasivní správa) úzce souvisí se strukturou portfolia.

a) Fondy s aktivní správou portfolia

Při aktivní správě je struktura portfolia upravována dle aktuální situace resp. trendů na kapitálových trzích, což s sebou přináší také vyšší transakční náklady a poplatky za správu. Struktura portfolia je flexibilní a mění se podle rozhodnutí managementu fondu.

b) Fondy s pasivní správou portfolia

Pasivní správa portfolia je spíše typická pro fondy, jejichž skladba akcií je fixní. Stálá struktura portfolia bývá obvykle použita u fondů, jejichž portfolio kopíruje složení významných akciových indexů (indexové fondy).

2.3.5. Rozdělení fondů dle ²geografického zaměření investic

Podle standardní klasifikace FEFSI¹⁶ jsou aktiva resp. fondů v jednotlivých zemích dělena na:

- tuzemské
- země zóny Euro
- Evropa (včetně zóny Euro)
- globální (částečně nebo zcela investující mimo Evropu)

Toto rozlišení, které investorům poskytuje informaci o geografickém riziku, ⁴³slouží jako východisko pro vytvoření národních klasifikačních standardů, která mohou obsahovat kritéria přísnější.

¹⁶ FEFSI - Evropská federace investičních společností a fondů

3. Popis situace v ČR

3.1. Deskripce právní úpravy kolektivního investování v ČR

3.1.1. Prameny právní úpravy

Nosným právním předpisem upravujícím systém kolektivní investování, je ⁸ zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. Tento zákon definuje pojem kolektivní investování, vymezuje základní subjekty kolektivního investování a upravuje činnost investičních společností, podílových a investičních fondů v České republice. Dále pak ošetřuje problematiku ochrany podílníků a akcionářů (omezení a rozložení rizika, informační povinnost), kontroly hospodaření (depozitář, Komise pro cenné papíry) a ⁵ podnikání zahraničních osob zabývajících se kolektivním investováním na území České republiky.

Výchozím obecným právním předpisem pro oblast kolektivního investování je ⁴² zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (ObZ), ve znění pozdějších předpisů. Ustanovení ObZ se subsidiárně¹⁷ použijí pro subjekty kolektivního investování s právní subjektivitou, jelikož ZISIF u investičních společností a investičních fondů vyžaduje formu akciové společnosti. Obchodní zákoník vymezuje také smluvní typy, které jsou v oblasti kolektivního investování používány.

S investiční činností institucí kolektivního investování úzce souvisí ²⁶ zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, zákon č. ⁴⁸ 530/1990 Sb., o dluhopisech, a zákon č. 214/1992 Sb. o burze cenných papírů, všechny ve znění pozdějších předpisů. Zákon o cenných papírech a zákon o dluhopisech obsahuje právní úpravu finančních instrumentů, zákon o burze cenných papírů upravuje fungování veřejného organizovaného kapitálového trhu v České republice.

Státní dozor nad kolektivním investováním je v pravomoci Komise pro cenné papíry (KCP). Komise postupuje v souladu se zákonem

¹⁷ podpůrně tzn. pouze v případě, že tato problematika není upravena zvláštním právním předpisem.

⁵ č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů.

Oblast hospodaření investičních společností a fondů spadá pod účinnost daňových a účetních zákonů.

Funkci depozitáře, upravenou v ZISIF, musí vždy vykonávat banka, která musí jednat ³⁸ v souladu se zákonem č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

Dalšími prameny práva, které upravují nebo zpřesňují oblasti, související s kolektivním investováním, jsou prováděcí vyhlášky resp. sdělení Ministerstva financí (např. vyhláška ⁶ MF č. 207/1998 Sb., o výpočtu hodnoty cenných papírů v majetku v podílovém nebo investičním fondu).

3.1.2. Vymezení subjektů kolektivního investování v ČR

² Zákon o investičních společnostech a investičních fondech rozeznává tyto subjekty kolektivního investování:

a) Investiční společnost

Investiční společnost má formu ¹⁰ akciové společnosti, která může vydávat pouze akcie znějící na jméno, a jejíž základní kapitál musí dosahovat minimálně 20 miliónů Kč. Ke vzniku investiční společnosti je třeba povolení¹⁸ Komise pro cenné papíry, které se uděluje na žádost zakladatelů. Na základě povolení od KCP může investiční společnost:

- ¹ • shromažďovat peněžní prostředky v podílových fondech
- obhospodařovat majetek v podílových fondech
- obhospodařovat majetek investičních fondů
- obhospodařovat majetek penzijních fondů
- provádět běžné operace s cennými papíry na vlastní účet

¹⁸ Podmínkou pro udělení povolení je předložení všech zákonem stanovených dokumentů a úplné splacení základního kapitálu před podáním žádosti, přičemž KCP současně bere v úvahu původ a výši základního kapitálu a zkoumá důvěryhodnost a kvalifikaci členů představenstva a dozorčí rady.

Investiční společnost je povinna obhospodařovaný majetek spravovat s odbornou péčí¹⁹ a s **cílem zabezpečit růst nebo výnos tohoto majetku (v souladu se** statutem fondu a ZISIF).

Při obhospodařování podílového fondu může investiční společnost pro tento fond uzavírat zajišťovací obchody (opce, termínové obchody), půjčovat cenné papíry (nejdéle na 30 dnů) a čerpat úvěry a půjčky zajištěné zástavou cenných papírů. Obhospodařovaný majetek nesmí být použit k úhradě závazků, které bezprostředně nesouvisí s jeho obhospodařováním, ani k poskytnutí zálohy na nákup cenných papírů. Obecné podmínky fungování investiční společnosti se řídí ustanoveními obchodního zákoníku pro obchodní resp. akciové společnosti.

b) Investiční fond

Předepsanou formou investičního fondu je akciová společnost. Akcie musí být jedné jmenovité hodnoty, nesmí mít formu zaměstnaneckých nebo prioritních akcií a jejich převoditelnost nelze omezit. Vznik fondu podléhá stejnému povolovacímu procesu jako vznik investiční společnosti. Po vydání povolení je fond oprávněn shromažďovat peněžní prostředky prostřednictvím emise akcií a tyto peněžní prostředky použít ke koupi cenných papírů, nemovitostí nebo věcí movitých. **Investiční fond může svěřit obhospodařování svého majetku investiční společnosti.** V tomto případě musí být uzavřena obhospodařovatelská smlouva, která musí obsahovat rozsah služeb poskytovaných investiční společností a výši úplaty za tyto služby nebo způsob jejich určení.

I u investičního fondu platí určitá omezení v oblasti poskytování darů, půjček a zajištění závazků třetích osob z majetku fondu. Omezena je i maximální výše a délka splatnosti přijatých půjček a

¹⁹ Investiční společnost je povinna jednat čestně, odpovědně a ve prospěch akcionářů (podílníků), musí se snažit o dosažení nejlepší ceny při operacích s cennými papíry, musí provádět analýzu ekonomické výhodnosti obchodů, dokumentovat způsob provedení obchodů a předcházet riziku finančních ztrát.

úvěrů. ⁶ Souhrn přijatých úvěrů a půjček nesmí přesahovat 10 % majetku fondu a doba splatnosti nesmí přesáhnout 6 měsíců.

c) Podílový fond

K zahájení emitování podílových listů je zapotřebí povolení KCP, které je vydáno na žádost investiční společnosti, která chce podílový fond vytvořit. Součástí žádosti musí obsahovat návrh statutu investičního fondu případně i prospekt podílového listu. Podílový fond může být vytvořen jako otevřený nebo uzavřený. U otevřeného není emise ¹ podílových listů omezena a podílník má právo na odkoupení svého podílového listu investiční společností. Uzavřený podílový fond ¹ má stanoven minimální počet podílových listů nutných k jeho vzniku a ³ je stanovena doba, po kterou budou podílové listy vydávány. Uzavřený podílový fond může být zřízen pouze na dobu určitou, která nepřesahuje deset let.

d) Penzijní fond

Jedná se o specifickou instituci kolektivního investování, jejíž fungování je upraveno zvláštním zákonem. Analýza systému penzijních fondů není obsahem této diplomové práce, a proto jí v následujícím textu nebude věnována pozornost.

3.1.3. Podílový list, statut fondu

Tato kapitola bude věnována vymezení a charakteristice pojmů podílový list a statut fondu, jelikož znalost těchto pojmů je nezbytná pro pochopení právní úpravy podnikání podílových fondů v České republice.

a) ¹ podílový list

Podílový list (PL) je cenný papír, se kterým je spojen podíl podílníka na majetku v podílovém fondu a právo na vyplacení podílu

na zisku z hospodaření s majetkem v podílovém fondu⁶⁶ v rozsahu a za podmínek stanovených statutem. Tento cenný papír může mít formu na jméno nebo na doručitele, listinná podoba na jméno je převoditelná rubopisem.

Mezi náležitosti podílového listu patří označení správce fondu (investiční společnosti) a podílového fondu, jmenovitá hodnota podílového listu, údaje o formě podílového listu (na jméno nebo na doručitele) a podílového fondu (otevřený nebo uzavřený) a datum vydání podílového listu.

Při vytvoření podílového fondu vydává investiční společnost maximálně po dobu šesti měsíců podílové listy za jmenovitou hodnotu. Po této lhůtě jsou podílové listy emitovány za aktuální hodnotu PL²⁰, která může být upravena o přírážku, uvedenou ve statutu fondu. Nákup podílového listu musí být hrazen peněžními prostředky, které jsou ukládány na běžný účet investiční společnosti, který je veden výhradně pro konkrétní podílový fond.

Investiční společnost je povinna odkoupit podílový list nejpozději do jednoho měsíce od žádosti podílníka o jeho odkoupení. Ve výjimečných případech může společnost pozastavit odkupování podílových listů až na dobu tří měsíců. Částka za odkup PL je vypočtena z aktuální hodnoty podílového listu, sníženou o případné srážky uvedené ve statutu fondu.

b) statut fondu

Každý investiční a podílový fond musí mít ze zákona svůj statut, se kterým musí mít potenciální investor možnost se seznámit ještě před vlastním nákupem podílových listů nebo akcií fondu. Statut fondu má velký význam pro transparentnost a důvěryhodnost celého systému kolektivního investování prostřednictvím podílových fondů, jelikož obsah statutu poskytuje investorům informace potřebné ke

²⁰ Aktuální hodnota podílového listu stanoví jako podíl vlastního kapitálu v podílovém fondu připadajícího na jeden podílový list. Způsob výpočtu hodnot cenných papírů a závazků v majetku v podílovém fondu je stanoven vyhláškou MF č. 207/1998 Sb.

kvantifikaci rizika při jejich investičním rozhodování. Všechny informace obsažené ve statutu (investiční strategie, zásady hospodaření, způsoby použití výnosů fondu atd.) jsou pro správce fondu závazné, což zaručuje relativní ochranu podílníků proti „svévolným“ operacím managementu fondu.

Mezi hlavní oblasti, upravené statutem, patří:

- zaměření a cíle investiční politiky tzn. jaké majetkové hodnoty budou ze získaných prostředků pořízovány
- zásady hospodaření s majetkem fondu
- způsob použití výnosů z majetku v podílovém fondu tzn. jestli výnosy budou vyplaceny podílníkům nebo jestli dojde k jejich reinvestici
- údaje o depozitáři, o investiční společnosti (správci) a o veřejné obchodovatelnosti PL nebo akcií fondu
- způsob uveřejňování zpráv o hospodaření fondu
- pravidla pro přijímání změn statutu

U podílového fondu jsou ve statutu obsaženy ještě informace o:

- formě podílového fondu (uzavřený nebo otevřený)
- výši úplaty za obhospodařování fondu
- o době a místě splatnosti výnosů podílových listů (u důchodového typu fondu)

Z výše uvedených skutečností vyplývá, že statut fondu hraje významnou roli při ochraně podílníků a akcionářů fondu. Jeho přínos můžeme vidět jak v oblasti poskytování informací potenciálním investorům, tak současně i ve vytvoření určitých mantinelů, ve kterých se mohou rozhodovací procesy managementu fondu pohybovat.

3.1.4. Ochrana podílníků a akcionářů

Zájmy podílníků a akcionářů nejsou v ZISIF hájeny pouze obecnými úpravami (odborná péče, odbornost a kvalifikace managementu), ale můžeme se zde setkat i s ustanoveními, které upravují:

- a) majetek v podílovém a investičním fondu obecně
- b) majetek v podílovém a investičním fondu s ohledem na omezení a rozložení rizika
- c) informační povinnost investiční společnosti, investičního fondu
- d) úplatu investiční společnosti
- e) další povinnosti

a) Majetek v podílovém a investičním fondu obecně

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech z důvodu bezpečnosti vymezuje instrumenty, které mohou být součástí portfolia investičních a podílových fondů. Majetek fondů může být tvořen:

- státními a státem zaručenými dluhopisy
- dluhopisy, jejichž emitenty jsou členské země OECD nebo jejich centrální banky
- bankovními obligacemi
- hypotečními zástavními listy
- ostatními veřejně obchodovatelnými dluhopisy
- veřejně obchodovatelnými akciemi a zatímními listy
- zahraničními cennými papíry, obchodovaných na zahraničních veřejných trzích (trhy musí být schváleny KCP)
- opčními listy opravňujícími k získání akcií, které musí být veřejně obchodovatelné
- podílovými listy otevřených podílových fondů
- kupóny k výše uvedeným cenným papírům

b) Majetek v podílovém a investičním fondu s ohledem na omezení a rozložení rizika

Legislativně jsou upraveny nejen druhy instrumentů, které mohou být součástí majetku fondu, ale i maximální procentní podíly jednotlivých instrumentů v portfoliu. Můžeme říct, že zákon určuje základní minimální nároky na diverzifikaci portfolia. ZISIF (§ 24) stanoví, že:

- hodnota cenných papírů ¹ jednoho druhu vydaných stejným emitentem nesmí tvořit více než 10 % majetku fondu. Výjimkou jsou ¹ dluhopisy členských zemí OECD a jejich centrálních bank, kdy ¹ hodnota jedné emise dluhopisů může tvořit až 30 % majetku fondu.
- majetek investičního fondu nesmí být tvořen z více než 5 % hodnotou jedné nemovitosti nebo jedné movité věci. Podílovým fondům není nabývání nemovitostí či movitých věcí dovoleno.
- v majetku fondu nesmí být více než 11 % ¹ z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem. U investičních společností, které obhospodařují více podílových fondů, nesmí být ¹ v majetku v podílových fondech více než 11% z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem²¹.

K překročení těchto limitů může dojít pouze ve výjimečných případech a to nejdéle na dobu šesti měsíců. Překročení limitů je investiční společnost povinna neprodleně oznámit Komisi pro cenné papíry.

18

²¹ toto omezení se nevztahuje na státní dluhopisy, na dluhopisy, jejichž emitentem je ČNB, členské země OECD nebo centrální banka členské země OECD.

c) Informační povinnost investiční společnosti, investičního fondu

Dostatek informací pro investory je jedním z pilířů, na kterých stojí bezpečnost a transparentnost systému kolektivního investování. Povinnost zveřejňovat podstatné informace o svém hospodaření, kterou investiční společnost a investičním fondům ukládá ZISIF, ²omezuje možnost poškození akcionářů (podílníků) v důsledku dlouhodobého působení „nekalých“ praktik nebo neschopnosti managementu. Základním zdrojem informací pro potenciálního investora je především statut fondu (více viz. 3.1.3.b). Kromě informací uvedených ve statutu fondu musí investiční společnost (investiční fond) pravidelně zveřejňovat zprávu o svém hospodaření a údaje o hodnotě podílových listů (vlastního jmění).

Zpráva o hospodaření investiční společnosti musí obsahovat:

- účetní závěrky všech obhospodařovaných podílových fondů i účetní závěrku investiční společnosti
- zprávu auditora v úplném znění
- přehled výsledků hospodaření v posledních třech letech
- další podstatné údaje (např. údaje o hodnotě podílových listů včetně charakteristiky vývoje jejich hodnoty, ¹údaje o osobách, které mají více než 10 % podíl v investiční společnosti).

¹Zpráva o hospodaření musí být zveřejněna dvakrát ročně a to nejdéle do jednoho měsíce po skončení pololetí a do tří měsíců po skončení kalendářního roku. Investiční společnost (fond) předává zprávu o hospodaření Středisku pro cenné papíry (SCP), Komisi pro cenné papíry a bance, která je jejím depozitářem. Zpráva také ¹musí být k dispozici veřejnosti v sídle společnosti nebo na jiném veřejně přístupném místě. Místo, kde je zpráva k dispozici veřejnosti, musí být uvedeno ve statutu fondu.

U otevřených podílových fondů musí investiční společnost pravidelně zveřejňovat údaje o:

- hodnotě podílového listu a hodnotě vlastního kapitálu v podílovém fondu (nejméně jedenkrát týdně)
- počtu vydaných a odkoupených podílových listů za poslední tři měsíce a o částkách, za které byly podílové listy vydány a odkoupeny (nejméně jedenkrát za měsíc)

Obhospodařuje-li investiční společnost uzavřený podílový fond, musí investorům poskytnout (zveřejnit) informace o:

- výši vlastního kapitálu a jeho strukturu, výši vlastního kapitálu připadající na podílový list
- diskont podílového listu
- průměr diskontů za poslední tři měsíce

d) Úplata investiční společnosti

Úplata za obhospodařování majetku v podílovém fondu je dalším faktorem, jehož případné zneužití by vedlo k poškození investorů, a proto i maximální výše odměny za správu aktiv fondu je legislativně upravena.

Horní hranice výše úplaty je stanovena buď procentem z průměrné roční hodnoty vlastního kapitálu v podílovém fondu²² nebo procentem z účetního zisku. Současná právní úprava omezuje maximální výši úplaty na 2 % z průměrné roční hodnoty vlastního kapitálu resp. 20 % z účetního zisku fondu. V ZISIF není v souvislosti s úplatou za obhospodařování upravena pouze její maximální výše, ale i vymezeny náklady investiční společnosti, jejichž náhrada je v úplatě zahrnuta. Jedná se především o náklady vynaložené na průzkum a analýzu finančního trhu, mzdové náklady zaměstnanců investiční společnosti, členů představenstva a dozorčí rady, zařizování administrativních

²² Průměrná roční hodnota vlastního kapitálu podílového fondu se vypočte jako průměr hodnoty vlastního kapitálu k poslednímu dni každého kalendářního měsíce.

záležitostí ve prospěch fondu, ¹ zajištění styku investiční společnosti s podílníky (akcionáři), propagaci a reklamu fondu atd.

Úhrada nákladů, které investiční společnost zaplatila (úplata depozitáři, pojištění majetku investičního fondu, daně, správní a soudní poplatky, výdaje na opravy nebo údržbu majetku investičního fondu), není většinou v úplatě za obhospodařování zahrnuta.

Zájmy akcionářů (podílníků) chrání také další ustanovení §27 ZISIF, které zakazuje investiční společnosti zahrnout do nákladů za obhospodařování pokuty a jiné majetkové sankce, které na ní byly uplatněny.

e) další povinnosti a omezení

Jednou z povinností, které směřují k ochraně podílníků (akcionářů), je povinnost mlčenlivosti pro členy představenstva, dozorčí rady, zaměstnance investiční společnosti, depozitáře a KCP. Dále sem můžeme zařadit povinnost požádat KCP o souhlas pro nabytí většího než 10 % ¹ podílu na hlasovacích právech nebo základním kapitálu investiční společnosti. Zákonné omezení se týká neslučitelnosti určitých činností a funkcí a omezena je také oblast majetkového a personálního propojení osob s investiční společností.

3.1.5. Dozor (KCP, depozitář, UNIS ČR)

¹⁷ Systém dozoru a kontroly nad investičními společnostmi a investičními fondy v České republice je tvořen třemi nezávislými mechanismy. Státní dozor a případné sankce za porušení zákona jsou svěřeny do rukou Komise pro cenné papíry, dílčí kontrolou činnosti investiční společnosti je ze zákona pověřen i depozitář společnosti. Třetí kontrolní mechanismus funguje na principu samoregulace a vzájemné kontroly členů samosprávného regulujícího subjektu - Unie investičních společností České republiky.

a) Státní dozor

Komise pro cenné papíry, jako vykonavatel státního dozoru nad investičními společnostmi, investičními fondy, depozitáři a dalšími subjekty dle ZISIF, dohlíží ¹ na dodržování právních předpisů v oblasti kolektivního investování a ¹ dbá na zajištění ochrany zájmů podílníků (akcionářů) fondu. Při kontrole činnosti subjektů kolektivního investování může KCP požadovat od těchto subjektů informace a dokumenty, potřebné pro výkon státního dozoru nad touto oblastí. Pravomoc KCP není omezena pouze na zjištění stavu, ale Komise je oprávněna ukládat opatření vedoucí k nápravě (změna obhospodařující investiční společnosti, změna depozitáře, nucená správa). V případě závažného nebo opakovaného porušení zákonných povinností může KCP přistoupit k sankcím resp. odnětí povolení ke vzniku investiční společnosti (fondu).

b) Depozitář

Přestože klíčovou roli při ¹¹ kontrole a „pročišťování“ sektoru kolektivního investování hraje státní dozor, bez kontrolní činnosti depozitáře by k odhalení porušení zákona resp. poškození podílníků (akcionářů) docházelo ve velkém počtu případů až ex post. Přímý dohled nad činností managementu investiční společnosti (fondu) poskytuje depozitáři možnost včasného odhalení resp. zablokování podezřelých operací, které by mohly vést k poškození akcionářů (podílníků).

Depozitářem se může stát ³ pouze banka, která má bankovní licenci k činnosti depozitáře. Na základě depozitářské smlouvy vykonává banka tyto činnosti:

- vede běžné účty podílových nebo investičních fondů a investiční společnosti.
- kontroluje, ⁴⁷ zda jsou aktiva společnosti pořizovány, zcizovány a oceňovány v souladu se Zákonem o investičním společnostech a investičních fondech a statutem fondu.

- uschovává ¹ cenné papíry, které tvoří součást majetku v podílovém fondu nebo majetku investičního fondu. U zaknihovaných cenných papírů (v ČR většina) má depozitář právo požadovat výpisy z účtů v SCP.
- obstarává emisi podílových listů nebo akcií fondů.
- kontroluje účetní závěrky, zprávy o hospodaření a některé smlouvy investiční společnosti (fondu).

Smlouva (pouze na dobu neurčitou) musí obsahovat také výši nebo způsob určení úplaty za činnost depozitáře.

Při zjištění nedostatků v hospodaření fondu nebo porušení zákona nebo statutu je depozitář povinen tuto skutečnost neprodleně oznámit Komisi pro cenné papíry. V případech, kdy má depozitář důvodné podezření, že dochází nebo může dojít k poškození zájmů akcionářů (podílníků) fondu, je oprávněn pozastavit účastníkům „podezřelé operace“ nakládání s účty cenných papírů v SCP (nejdéle na tři dny) a má povinnost informovat o tomto opatření KCP.

Pokud porušením povinnosti depozitáře vznikne škoda podílníkům (akcionářům) fondu, je depozitář za tuto škodu odpovědný dle obchodního zákoníku.

c) Samosprávný regulující subjekt

V České republice se samoregulací investičních společností a fondů zabývá ² Unie investičních společností České republiky (UNIS ČR). ² Cílem tohoto zájmového sdružení právnických osob je rozvoj a růst oblasti kolektivního investování a ochrany investorů. K dosažení těchto cílů UNIS ČR usměrňuje, reguluje a kontroluje, zda aktivity jejích členů jsou ⁶⁵ v souladu s obecně závaznými právními předpisy a samoregulačními dokumenty (např. Etický kodex).

Unie však nevyvíjí pouze kontrolní a regulační činnost, ale také aktivně přispívá k tvorbě právních předpisů v oblasti kolektivního investování a kapitálového trhu, k propagaci kolektivního investování a k vyšší informovanosti laické i odborné veřejnosti. Od svých členů

¹² vyžaduje nadstandardní informační otevřenost vůči veřejnosti a dodržování vnitřních předpisů (např. Etického kodexu), které jdou nad rámec zákona. Na otázku, co vlastně vede investiční společnosti k tomu, aby si dobrovolně plnily své povinnosti nad rámec zákona, je velmi jednoduchá odpověď. Základním kamenem úspěchu v oblasti kolektivního investování je totiž důvěryhodnost a společnost, která není ochotná se podřídit nadstandardní kontrole, která plyne z vnitřních předpisů Unie, se investorům může jevit jako nevěrohodná.

²⁰ 3.1.6. Podnikání zahraničních osob zabývajících se kolektivním investováním

Zahraniční osoby, které chtějí na území České republiky podnikat v oblasti kolektivního investování a nesplňují podmínky evropské licence podle směrnice č. 85/611/EHS, musí mít povolení k činnosti od Komise pro cenné papíry. KCP může povolení vydat až po předložení všech zákonem předepsaných dokumentů, které musí být součástí žádosti a při splnění následujících podmínek:

- ¹⁴ skutečné sídlo zahraniční osoby je ve státu, který této osobě vydal povolení ke kolektivnímu investování.
- ²⁵ ve státu, kde je sídlo zahraniční osoby je stejná nebo vyšší úroveň ochrany investorů než úroveň ochrany, kterou zajišťuje ZISIF.
- předmětem podnikání zahraniční osoby je vydávání cenných papírů za účelem kolektivního investování a investování takto shromážděných peněžních prostředků do cenných papírů obchodovaných na veřejných trzích zemí OECD za předpokladu, že zahraniční osoba je povinna na požádání odkoupit jí emitované cenné papíry za stejných nebo lepších podmínek než stanoví ZISIF.
- zahraniční osoba uzavřela depozitářskou smlouvu dle ZISIF

V případě, že zahraniční osoba zabývající se kolektivním investováním splňuje podmínky směrnice č. 85/611/EHS (UCITS) hodlá ⁵ na území České republiky nabízet, prodávat nebo vydávat cenné papíry, musí o svém záměru informovat Komisi pro cenné papíry a předložit příslušné ¹² dokumenty (osvědčení o ¹ splnění podmínek směrnice UCITS, statut, prospekt, poslední výroční zprávu) a podrobné informace o způsobu nabízení, vydávání nebo prodeji cenných papírů ¹¹ na území ČR. V případě, že KCP do dvou měsíců od předložení dokumentů nerozhodne o nesplnění předepsaných podmínek, může zahraniční osoba začít podnikat v oblasti kolektivního investování v ČR.

3.2. Deskripce a analýza ekonomického vývoje kolektivního investování v ČR

Vývoj v oblasti kolektivního investování v ČR od roku 1992 do roku 1996 byl negativně ovlivněn bezprecedentně nekonceptním přístupem zodpovědných orgánů a politickou „nevůlí“ k vytvoření standardního právního rámce podnikání. Subjekty kolektivního investování, které vznikly pro první a druhé kolo kupónové privatizace, velmi často sloužily pouze k účelovým machinacím a podvodům, které poškozovaly drobné akcionáře. (viz. kapitola 1.2.3.) Nedostatečná legislativa nejen v oblasti kolektivního investování, ale v celé ekonomické sféře (např. kapitálový trh, bankovníctví), umožnila poškozování drobných akcionářů a podlomila jejich důvěru v subjekty kolektivního investování. Vzhledem ke specifickému vzniku a problematickému fungování kolektivního investování v České republice by údaje z let 1992-1996 měly slabou vypovídací schopnost při komparaci s ukazateli vývoje kolektivního investování v Evropské unii, a proto se v následujícím textu zaměříme na analýzu údajů z let 1997 až 2001.

3.2.1. Celkový objem majetku v podílových a investičních fondech

Celkový objem majetku tvoří souhrn vlastního jmění²³ investičních fondů a čistého obchodního jmění uzavřených a otevřených podílových fondů. Mezi otevřenými podílovými fondy budeme rozlišovat kupónové fondy, které vznikly jako investiční fondy pro potřebu kupónové privatizace a do podoby otevřených podílových fondů se transformovaly později, a korunové OPF tzn. fondy, které vznikly výhradně investováním peněžních prostředků.

a) Investiční fondy

Tabulka č. 1. – Vývoj vlastního jmění investičních fondů v letech 1997 – 2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
Vlastní jmění IF*	55,4	49,2	39,8	12,1	11,2

Zdroj: UNIS ČR

* vlastní jmění IF, které jsou členy UNIS ČR

Klesající trend objemu majetku v investičních fondech způsobuje především pokračující přeměna těchto fondů na otevřené podílové fondy²⁴. Investiční fondy, které vznikly v rámci kupónové privatizace, musí být transformovány na OPF nejpozději do konce roku 2002²⁵, jinak jim hrozí odebrání povolení k činnosti.

²³ od roku 2001 se používá pojem vlastní kapitál (Obchodní zákoník).

²⁴ dle § 35j nebo §35k Zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

²⁵ V současnosti je u některých fondů tento termín vážně ohrožen z důvodu žaloby proti přeměně dle ZISIF, podanou minoritním akcionářem Janem Vokrouhleckým. Ten požaduje likvidaci fondu a výplatu likvidačního zůstatku akcionářům.

b) Uzavřené podílové fondy

Tabulka č. 2. – Vývoj ČOJ uzavřených podílových fondů¹⁹ v letech 1997 – 2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
Čisté obchodní jmění v UPF	8,1	7,4	6,6	3,5	1,7

Zdroj: UNIS ČR

Také pro uzavřené podílové fondy platí ustanovení ZISIF o povinné přeměně na otevřené podílové fondy. V současnosti, kdy na své otevření čekají už pouze dva UPF, je přínos těchto fondů pro rozvoj kolektivního investování v České republice mizivý.

c) Otevřené podílové fondy

Vývoj čistého obchodního jmění v otevřených podílových fondech můžeme sledovat v tabulce č. 3.

Tabulka č. 3. – Vývoj ČOJ v otevřených podílových fondech¹⁹ v letech 1997 – 2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
Čisté obchodní jmění v OPF*	11,5	16,8	53,1	76,1	64,2

Zdroj: UNIS ČR

* Údaje o ČOJ otevřených podílových fondů členů UNIS ČR.

Tyto údaje reprezentují 90 – 95 % celkového majetku v OPF v České republice.

Dynamický růst objemu majetku (1997 – 2000)² v OPF je způsoben rozvojem této formy investování a přeměnou investičních fondů a uzavřených podílových fondů na podílové fondy otevřené. Abychom zjistili, jakou měrou se tyto faktory podílely na celkovém vývoji investic do OPF, rozdělíme si podílové fondy na kupónové a korunové.

Tabulka č. 4. – Vývoj ČOJ v korunových OPF v letech 1997 – 2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
ČOJ v korunových OPF	7,2	14,4	37,6	37,1	38,5

Zdroj: UNIS ČR

Tabulka č. 5. – Vývoj ČOJ v kupónových OPF v letech 1997 – 2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
ČOJ v kupónových OPF	4,3	2,4	15,5	39,0	25,7

Zdroj: UNIS ČR

U korunových OPF došlo ke zdvojnásobení resp. ztrojnásobení ČOJ v letech 1997-1998 resp. 1998 – 1999. Od roku 1999 můžeme pozorovat spíše stagnaci objemu čistého obchodního jmění v těchto fondech.

Nárůst ČOJ v kupónových otevřených fondech byl způsoben jejich vznikem v důsledku povinné přeměny fondů z kupónové privatizace. Následné prudké snížení objemu majetku v těchto fondech bylo způsobeno hromadnými odkupy podílových listů drobnými investory. Hlavním důvodem snížení objemu prostředků v kupónových OPF však nebyla jejich špatná výkonnost, ale spíše psychologické faktory. Drobní akcionáři, kteří se dlouhou dobu nemohli dostat ke svým prostředkům (vysoké diskonty, minimální likvidita), využili svého práva a po otevření fondu požádali o odkup svých podílů²⁶. O tom, že v některých případech postrádalo jednání drobných akcionářů logiku, svědčí fakt, že prostředky získané odkupem obratem investovali do korunových fondů, které měly nejen stejnou investiční politiku, ale i stejného správce.

d) Celkový objem majetku v podílových a investičních fondech

Výši majetku, který je obhospodařován v podílových a investičních fondech, dostaneme prostým součtem údajů z předchozích tabulek.

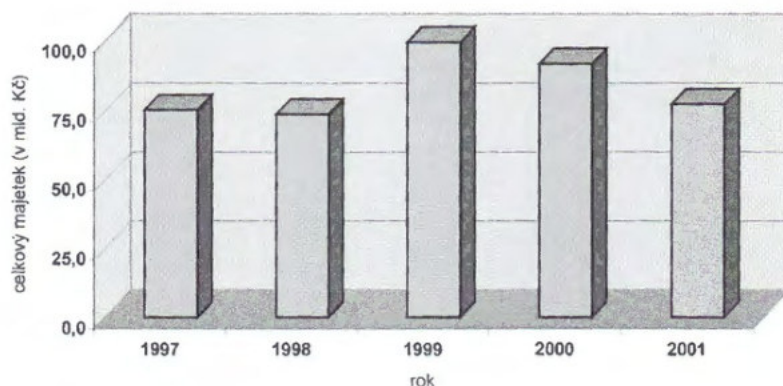
Tabulka č. 6. – Vývoj celkového majetku v IF a PF v letech 1997-2001 (v mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
Celkový majetek	75,0	73,4	99,5	91,7	77,1

Zdroj: UNIS ČR

²⁶ Aby nedocházelo k náhlým výprodejům majetku fondů v důsledku „runu“ podílníků na fond, stanovil § 35h, j ZISIF znevýhodnění zpětného odkupu podílových listů po určité době zpětného odkupu.

Graf č. 1: Celkový majetek v IF a PF v letech 1997 - 2001



Předchozí absolutní ukazatele nám poskytují zajímavé informace o vývoji kolektivního investování v České republice, pro komparaci s údaji o kolektivním investování v EU, která je naším hlavním cílem, bude vhodné sestavit i následující ukazatele poměrové.

e) Podíl celkového majetku v investičních a podílových fondech na hrubém domácím produktu (HDP)

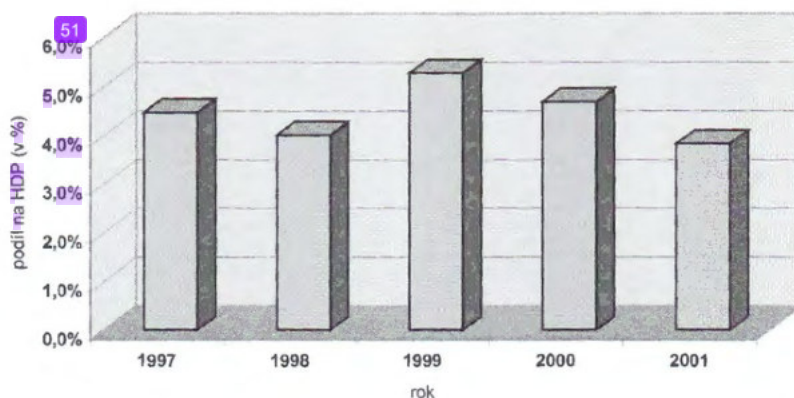
Tabulka č. 7. – Podíl celkového majetku v investičních a podílových fondech na HDP v letech 1997 – 2001 (v %)

	1997	1998	1999	2000	2001
Celkový majetek (v mld. Kč)	75,0	73,4	99,5	91,7	77,1
HDP* (v mld. Kč)	1680	1837	1887	1960	2019
Podíl majetku na HDP	4,5	4,0	5,3	4,7	3,8

Zdroj: UNIS ČR a MF

* Hrubý domácí produkt (HDP) je uváděn v běžných cenách, údaje jsou převzaty z oficiální statistiky Ministerstva financí. Údaje o velikosti HDP za rok 2001 jsou odhadnuty podle stavu k 30. 9. 2001.

Graf č. 2: Podíl majetku v IF a PF na HDP(v %)



f) Majetek v investičních a podílových fondech na obyvatele

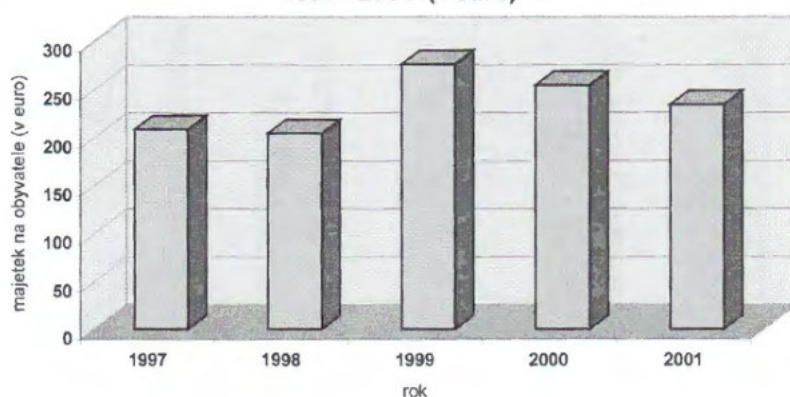
Při konstrukci tohoto ukazatele vyjdeme s údaji Českého statistického úřadu (o počtu obyvatel) a pro následný přepočet (z Kč na euro) hodnoty majetku na obyvatele použijeme kurz ČNB, platný vždy k 31. 12. konkrétního roku.

Tabulka č. 8. – Majetek v investičních a podílových fondech na obyvatele v letech 1997 – 2001 (v euro)

	1997	1998	1999	2000	2001
Majetek na obyvatele (v Kč)	7282	7126	9660	8903	7485
Majetek na obyvatele (v euro)	208	204	276	254	234

Zdroj: UNIS ČR a Český statistický úřad

Graf č. 3: Majetek v IF a PF na obyvatele v letech 1997 - 2001 (v euro)



3.2.2. Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v otevřených podílových fondech

Analýza vývoje podílu jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v OPF nám poskytuje informace o tom, kterou investiční politiku resp. které typy fondů drobní investoři preferují. Pro účely této analýzy rozlišujeme fondy akciové, dluhopisové (obligační), smíšené, fondy peněžního trhu a fondy fondů²⁷.

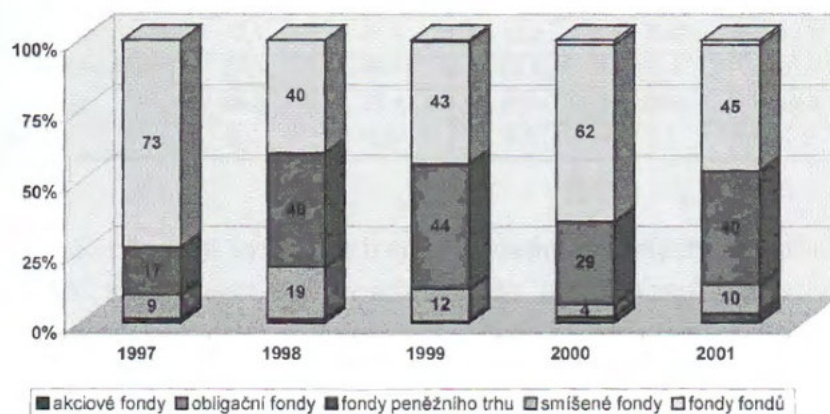
Tabulka č. 9. – Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v OPF v letech 1997 – 2001 (v %)

	1997	1998	1999	2000	2001
akciové fondy	1,4	1,2	0,5	2,1	3,3
obligační fondy	8,6	18,7	11,6	4,4	10,2
fondy peněžního trhu	16,9	40,1	44,3	29,4	40,3
smíšené fondy	73,0	39,9	43,1	62,5	44,7
fondy fondů	0,0	0,0	0,6	1,6	1,5

Zdroj: UNIS ČR

²⁷ Fondy jsou zařazovány do jednotlivých kategorií dle metodiky klasifikace fondů UNIS ČR.

Graf č. 4: Celkový majetek v OPF dle typu fondů



Je zřejmé, že největší podíl mezi otevřenými podílovými fondy zaujímají fondy smíšené a fondy peněžního trhu (více než 80 %). Podíl fondů obligací se pohybuje okolo 10 %, akciové fondy se netěší oblibě investorů a jejich ČOJ netvoří ani 5 % celkového majetku ve fondech. Málo využívány jsou také investice do fondů fondů (do 2 %), tento stav však souvisí především s opožděným startem takto konstruovaných fondů v České republice. První fondy fondů byly založeny až v průběhu roku 1999.

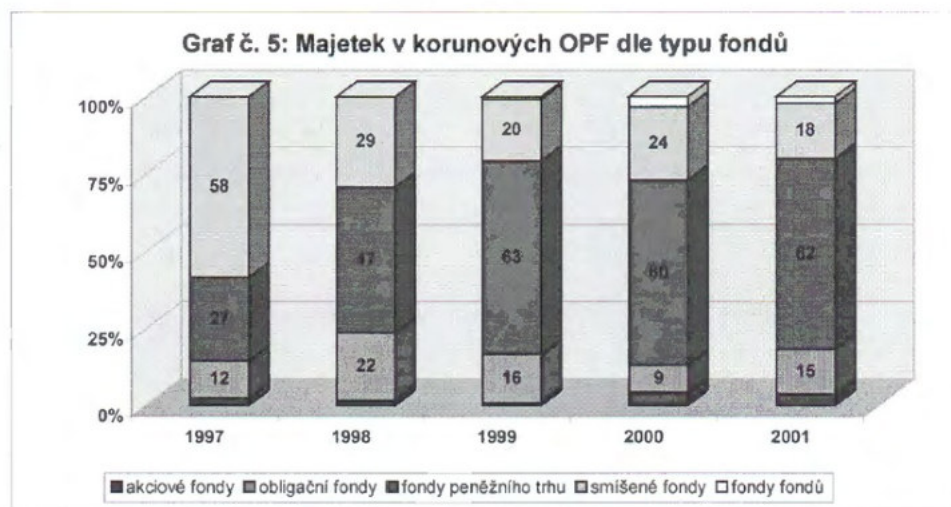
Tyto údaje nám sice odhalují celkovou strukturu majetku dle jednotlivých typů fondů v České republice, pro komparaci se však lépe hodí následující tabulka, která odstraňuje deformaci, způsobenou skutečností, že více než 95 % kupónových OPF má formu fondů smíšených.

Tabulka č. 10. - Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v korunových OPF (v %)

	1997	1998	1999	2000	2001
akciové fondy	2,3	1,5	0,7	4,3	3,6
obligační fondy	12,1	22,2	15,8	8,8	14,6
fondy peněžního trhu	27,1	46,9	62,6	59,8	61,7
smíšené fondy	58,5	29,4	20,1	23,9	17,8
fondy fondů	0,0	0,0	0,8	3,3	2,2

Zdroj: UNIS ČR

Graf č.5. přesněji vystihuje trendy chování drobných investorů při investování svých volných prostředků do instrumentů kolektivního investování.



Je patrné, že mezi lety 1997 – 1999 vzrostl podíl investic do fondů peněžního trhu (z 27 na 60 %), zatímco význam smíšených fondů slábně. Důvodem, proč se fondy peněžního trhu těší takové oblibě u drobných investorů, je skutečnost, že investice do fondů peněžního trhu představují relativně bezpečnou alternativu k vkladům u obchodních bank.

Porovnáme-li údaje o fondech obligačních, akciových a fondech fondů z tabulek č. 9 a 10, zjistíme, že zahrnutí resp. nezahrnutí kupónových fondů, ovlivnilo pouze velikost podílu těchto typů fondů, nikoliv však trend jejich vývoje. Do dluhopisových fondů směřuje zhruba 15 % investic, fondy fondů ani fondy akciové nepřitahují více než 5 % peněžních prostředků, které směřují do otevřených podílových fondů.

4. Popis situace v EU

4.1. Deskripce právní úpravy kolektivního investování v EU

4.1.1. Obecné principy zákonodárství ES

Evropská společenství se odlišují od ostatních mezinárodních organizací především tím, že zcela v protikladu se základní zásadou mezinárodního práva – zásadou svrchované rovnosti států - jsou založena na principu nadstátnosti (*supranacionality*). Každý stát, který se stává členem ES, na základě dobrovolného přijetí mezinárodní smlouvy postoupí přesně vymezenou část svých svrchovaných práv na tuto organizaci a v odpovídajícím rozsahu jí pak následně bude také podléhat. Rozsah pravomocí, které byly přeneseny na ES, se tak stává základem nadstátnosti. Mezi hlavní projevy supranacionality patří pravomoc orgánů ES tvořit právní normy, které jsou závazné pro jednotlivé členské státy a vnitrostátní subjekty, finanční samostatnost ES a autonomní postavení orgánů, které hájí vlastní zájmy a vůli Společenství.

Následující kategorizace právních norem dle subjektu jejich tvorby nám pomůže k lepšímu pochopení systému práva ES. Rozdělujeme:

a) Právo primární

Primárním pramenem základních pravidel ES jsou právní akty členských států, které se jako suverénní subjekty mezinárodního práva podřizují jiným subjektům pouze dobrovolně, na základě svého souhlasu. Rozlišujeme tři kategorie těchto aktů:

- ¹³ zřizovací smlouvy, které tvoří právní základ Společenství (např. Pařížská smlouva o zřízení ESUO, Římská smlouva o zřízení EHS a o zřízení Euroatomu, Maastrichtská smlouva o Evropské unii). Do této kategorie můžeme zařadit ještě smlouvy o přístupu nových členů a smlouvy rozpočtové.
- subsidiární smlouvy, uzavřené mezi členskými státy.

- akty zástupců členských států, které mohou mít povahu zjednodušených mezinárodních smluv nebo také pouze nezávazného stanoviska.

b) právo sekundární

Pojmem sekundární právo označujeme ¹³legislativní akty orgánů ES vydávané na základě zřizovacích smluv. Rozeznáváme tyto druhy aktů:

1) nařízení (*regulations*)

Nařízení představuje právní normativní akt, který je závazný ¹³jak na úrovni ES, tak na úrovni jednotlivých členských států tzn. že může přímo zavazovat jak členské státy, tak i vnitrostátní subjekty.

2) směrnice (*directives*)

Směrnice nemá obecnou závaznost. Může být adresována výhradně členským státům²⁸, pro které se ovšem stává závaznou. Jedná se o specifické právní akty, jelikož směrnice pouze předepisuje stav, kterého má být dosaženo, a lhůty, ve kterých jsou členské státy povinny obsah směrnice naplnit. Nestanovuje však už formy a metody, které mají být pro dosažení cílového stavu použity. Směrnice tedy ³stanoví určité zásady, které mají být aplikovány do právních řádů členských zemí a lhůty, do kterých musí být vnitrostátně provedeny.

3) rozhodnutí (*decisions*)

Rozhodnutí je individuálním právním aktem, který je závazný jen pro subjekty, kterým je adresováno. Na rozdíl od směrnice však nemusí být adresováno výhradně členským státům, ale i orgánům ES.

²⁸ Většina směrnic je adresována členským zemím obecně, a má tak normativní povahu.

4) doporučení (*recommendations*), stanoviska (*opinions*)

Doporučení a stanoviska nejsou právními akty a je na libovůli subjektu (členského státu), kterému jsou adresovány, jestli se jimi bude nebo nebude řídit. Autorita orgánů Společenství i skutečnost, že jednotlivé země mají zájem znát názor oficiálních orgánů ES, způsobuje, že v drtivé většině případů se členské státy doporučeními a stanovisky orgánů Společenství řídí.

4.1.2. Prameny komunitární úpravy kolektivního investování

Od vzniku Evropského společenství až do roku 1985, kdy tzv. *Jednotným evropským aktem* byla vytvořena koncepce *jednotného vnitřního trhu*²⁹, neexistoval žádný právní předpis, který by přispíval alespoň k dílčí harmonizaci podmínek kolektivního investování v členských státech EU. Až přijetím a následnou aplikací směrnice č. 85/611/EHS (Directive of **Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS**) z 20. prosince 1985, která upravuje koordinaci zákonů, nařízení a správní předpisy vztahující se k podnikům kolektivních investic v obchodovatelných cenných papírech v zemích Evropské unie, došlo ke sblížení podmínek soutěže fondů a investičních společností na úrovni Evropského společenství a zajištění efektivní a jednotné ochrany investorů. Konkrétním obsahem této směrnice jsou ustanovení týkající se autorizace institucí kolektivního investování, jejich investiční politiky, požadavků na průhlednost jejich hospodaření a povinností depozitáře.

V současnosti je směrnice č.85/611/EHS novelizována a to především v oblasti investičních pravidel, jejichž liberalizace reaguje na změny a trendy na kapitálových trzích a umožní subjektům

²⁹ Jednotný **vnitřní trh ES** můžeme chápat jako prostor **bez vnitřních hranic**, ve kterém je zajištěn volný pohyb osob, zboží, služeb a kapitálu.

kolektivního investování rozšířit spektrum investičních příležitostí a možností zajištění se proti rizikům. Další změna, zavedení tzv. evropského pasu, povede k usnadnění vstupu obhospodařovatelské (správcovské) společnosti se sídlem v jedné ze členských zemí EU na trhy ostatních států. Evropský pas zajistí jednotnou registraci investičních společností v zemi původu, která bude platná ve všech státech Evropské unie. Ke zvýšení transparentnosti v oblasti poskytování informací potenciálním investorům vede další ustanovení novely UCITS, zavádějící zjednodušený prospekt. Ten by měl poskytnout investorům přesné, jasné a srozumitelné informace o základních údajích investičního fondu (investiční společnosti), přičemž jeho součástí musí být nezavádějící profil rizik fondu.

Kolektivní investování v členských státech EU nepřímo podléhá také některým dalším právním aktům Evropské unie, týkajících se kapitálového trhu. Pro investiční činnost subjektů kolektivního investování se přiměřeně použije směrnice ²³ [č.93/22/EHS](#) (*Investment Services Directive*) o investičních službách v oblasti cenných papírů. ³³ Dozor nad kapitálovým trhem je v pravomoci Evropské komise pro cenné papíry (*The European Securities Committee*), zřízené dle rozhodnutí 2001/528/ES.

4.1.3. Vymezení subjektů kolektivního investování v EU

V zemích Evropské unie mohou vznikat nejen subjekty kolektivního investování, jejichž fungování spadá pod směrnici č.85/611/EHS (UCITS), ale jednotlivé členské státy mohou ve svém právu upravit i jiné typy institucí kolektivního investování. Pro tyto typy fondů, jejichž právní úprava není v souladu se směrnicí EHS, používáme označení neharmonizované (*non-harmonised* nebo *non-UCITS*) a nevztahují se na ně výhody, plynoucí z evropské směrnice č.85/611/EHS (např. vzájemné uznání autorizace, kontrola v zemi

původu). Mezi tyto non-UCITS patří především uzavřené investiční fondy, realitní fondy a speciální fondy pro institucionální investory.

Komunitární úprava kolektivního investování se vztahuje na instituce, které:

- jsou založené v členských státech EU
- jsou určeny pro veřejnost
- výlučným předmětem činnosti je kolektivní investování
- investují pouze do převoditelných cenných papírů³⁰
- mají otevřenou (*open-ended*) formu tzn. že na žádost akcionáře (podílníka) zpětně odkupují akcie (podíly) za čistou hodnotu aktiv, která na tyto akcie (podíly) připadá³¹.
- fungují na principu rozložení rizika

Podle směrnice č.85/611/EHS mohou mít instituce kolektivního investování v zásadě dvojí podobu:

a) smlouvou založené fondy či trusty³² (*contractual funds*)

Tyto fondy nemají právní subjektivitu, jsou složeny z podílů, které jsou cennými papíry. Řízení resp. obhospodařování fondu obstarává obhospodařovatelská (správcovská) společnost (*management company*). Tato společnost, které byla svěřena péče o majetek ve fondu, se nesmí zabývat jinou činností, než je obhospodařování majetku fondů a investičních společností. Každá společnost musí mít svého depozitáře, který uschovává cenné papíry v majetku fondu a vykonává přímý dohled nad jejím hospodařením.

³⁰ Směrnice č. 85/611/EHS definuje převoditelné cenné papíry jako cenné papíry, které jsou přijaté k obchodování na burze nebo jiném obdobném uznaném regulovaném trhu.

³¹ Za rovnocenné odkupu nebo vyplacení se považuje takové jednání investiční (obhospodařovatelské) společnosti, kdy zajistí, aby se hodnota akcií na burze významně nelišila od čisté hodnoty aktiv.

³² Pro účely směrnice č. 85/611/EHS jsou pojmy fond a trust totožné.

b) investiční společnosti ve formě podniku (*corporate funds*)

Mají právní subjektivitu a jejich předepsanou právní formu stanovují samy členské státy EU³³. Tyto investiční společnosti permanentně emitují podíly (většinou akcie) na majetku společnosti, se kterými je spojeno právo podílníka požádat o odkoupení podílu³⁴ za cenu rovnající se čisté hodnotě aktiv, které na tento podíl připadají.

I pro investiční společnosti s vlastní právní subjektivitou platí povinnost mít depozitáře, který uschovává aktiva fondu a monitoruje aktivity managementu s důrazem na ochranu zájmů podílníků.

4.1.4. Prospekt

Každá instituce kolektivního investování, jež podléhá evropské směrnici, musí vypracovat a zveřejnit prospekt³⁵. Návrh prospektu společně s návrhem stanov společnosti podléhá schvalovacímu procesu, který je v kompetenci státního regulačního orgánu domovského státu. Prospekt musí srozumitelnou formou poskytnout potenciálním investorům všechny podstatné informace o investiční nebo obhospodařovatelské společnosti, podílovém fondu a riziku spojeném s investicí. Nedílnou součástí prospektu je také statut nebo základací dokumenty společnosti.

Novela směrnice č. 85/611/EHS zavádí mimo plného prospektu také tzv. zjednodušený prospekt (*simplified prospectus*), který by měl přinést nejen větší ochranu investorů, ale měl by zároveň usnadnit poskytování služeb kolektivního investování mimo domovský stát investiční nebo obhospodařovatelské společnosti (fondu). Bude-li prospekt schválen v zemi původu, může být beze změn (pouze

³³ Ve většině zemí EU musí mít formu akciové společnosti (např. SICAV ve Francii). Naproti tomu SICAV založené v Irsku mají formu společnosti s ručením omezeným.

³⁴ Tyto cenné papíry svou povahou naplňují v českém právu jak znaky akcií, tak i podílových listů.

³⁵ V České republice je pojem prospekt zaveden pro informační materiál u primárních emisí, a tak prospekt dle směrnice č.85/611/EHS má spíše podobu statutu dle ZISIF.

přeložen do národního jazyka) použit i v ostatních členských státech EU. Potenciálním investorům by měl poskytnout jasné, přesné a srozumitelné informace o základních údajích investiční společnosti (fondu) s důrazem na rizika fondu.

Obsah zjednodušeného prospektu je rozdělen na pět částí:

- informace o základních datech investiční společnosti (fondu). Součástí jsou informace o státu původu, o obhospodařovatelské společnosti, depozitáři a auditorovi.
- investiční informace – riziko fondu, investiční politika, historický vývoj výkonnosti fondu, profil typického investora, kterému je fond určen.
- ekonomické informace – daňový režim fondu, vstupní a výstupní poplatky, ostatní poplatky a výdaje.
- obchodní informace – jak nakupovat a prodávat podíly fondu, jak převádět podíly mezi jednotlivými pod-fondy, kdy a jakým způsobem jsou vypláceny dividendy.
- ostatní informace – kde může investor získat plný prospekt, další zprávy o hospodaření společnosti apod.

4.1.5. Ochrana podílníků a akcionářů

a) Obecné požadavky na majetek fondu

Původní směrnice č. 85/611/EHS umožnila institucím kolektivního investování alokovat peněžní prostředky získané od veřejnosti výhradně do převoditelných cenných papírů, které:

- jsou přijaté k obchodování na burze v členském státě EU.
- jsou přijaté k obchodování na jiném obdobném uznaném regulovaném trhu v zemích EU.
- jsou přijaté na burzách popř. jiných regulovaných trzích v nečlenských zemích. Regulované trhy mimo EU musí být přístupné veřejnosti a výběr tohoto trhu musí být schválen

příslušným regulačním orgánem nebo statutem fondu popř. zakládacími dokumenty společnosti.

- jsou nově emitované a které budou nejpozději v roce emise přijaty na regulované trhy. I tyto trhy musí být otevřeny veřejnosti a schváleny příslušným regulačním orgánem nebo stanoveny statutem popř. zakládacími dokumenty společnosti.
- nespádají do předchozích kategorií, přičemž jejich podíl v portfoliu nesmí překročit hranici 10 procent.

Investiční společnosti (fondy) mohou investovat i do movitého a nemovitého majetku, ale pouze v rozsahu, který je nezbytný pro jejich řádné podnikání. K udržení likvidity může být určitá část aktiv společnosti umístěna do likvidních aktiv. Směrnice zakazuje investičním společnostem držení drahých kovů nebo zastupujících certifikátů.

V reakci na dynamický vývoj segmentu kapitálových trhů a vznik nových investičních instrumentů zavádí novela evropské směrnice ustanovení, která umožní institucím kolektivního investování, které podléhají směrnici č. 85/611/EHS, investovat i do jiných finančních instrumentů, než vymezovala původní evropská směrnice. Spektrum investičních možností investičních společností (fondů) se rozšířilo o:

- instrumenty peněžního trhu
- podíly jiných investičních společností (fondů)
- vklady u úvěrových institucí
- finanční deriváty

Tyto změny začleňují do komunitární úpravy kolektivního investování nové typy fondů, jenž byly zatím upraveny pouze na národní úrovni. Výhody plynoucí z novelizované směrnice č. 85/611/EHS (např. evropský pas) se nyní (při splnění ostatních podmínek) vztahují i na fondy peněžního trhu, fondy fondů, fondy finančních derivátů a fondy, které kopírují složení významných burzovních indexů (indexové fondy).

b) Požadavky na majetek fondu s ohledem na omezení a rozložení rizika

Vysokou míru ochrany investorů zaručují limity pro rozložení a omezení rizika, obsažené v evropské směrnici. Podrobné a přísné limity jsou součástí ustanovení upravujících investiční politiku institucí kolektivního investování (*obligations concerning the investment policies of UCITS*), které stanoví, že:

- investiční společnost (fond) nesmí umístit více než 5 procent svých aktiv do převoditelných cenných papírů vydaných stejným emitentem. Členské státy mohou tento limit zvýšit maximálně na 10 procent. V tomto případě však celková hodnota podílů větších než 5 procent nesmí překročit hranici 40 procent celkových aktiv.
- u investic do převoditelných cenných papírů, jejichž emitentem nebo garantem jsou státy EU nebo jiné státy popř. veřejné mezinárodní organizace, mohou členské státy posunout limit z 5 až na 35 procent celkových aktiv fondu. Zaručí-li příslušný národní regulační orgán srovnatelnou míru ochrany investorů, může členský stát povolit institucím kolektivního investování umístit (v souladu s principem rozložení rizika) až 100 procent svých aktiv do převoditelných cenných papírů emitovaných nebo zaručených členským státem EU, jiným státem nebo veřejnou mezinárodní organizací. Veškeré změny investičních limitů musí být uvedeny ve statutu fondu.
- investiční společnosti (fondy) musí držet cenné papíry nejméně 6 různých emitentů, současně však nesmí podíl jednotlivé emise překročit 30 procent celkových aktiv.
- podíl akcií bez hlasovacího práva nebo dluhových cenných papírů od jednoho emitenta může dosáhnout maximálně 10 % aktiv investiční společnosti (fondu).
- investice do instrumentů peněžního trhu, vydaných stejným emitentem, nesmí překročit 10 procent aktiv fondu.

- při nákupu podílů jiných institucí kolektivního investování nesmí investice do jiného fondu přesáhnout 20 procent celkových aktiv fondu. Portfolio investiční společnosti (fondu) může obsahovat i podíly ve fondech non-UCITS a to maximálně do výše 30 procent³⁶. Portfolio fondu nesmí obsahovat více než 25 procent z emise jiného fondu.
- instituce kolektivního investování mohou držet vklady na požádání nebo vklady se splatností do 12 měsíců u úvěrových institucí (především bank), přičemž vklady u jedné banky nesmí přesáhnout 20 procent celkových aktiv fondu.
- u investic do finančních derivátů³⁷ nesmí expozice podkladových aktiv překročit stanovené investiční limity a celková expozice může dosáhnout maximálně výše čistého obchodního jmění investiční společnosti.

V případě OTC derivátů musí být smluvní protistrana podrobena přísnému doзору. Nezbytnou podmínkou investice do tohoto druhu derivátů je jejich spolehlivé a kontrolované oceňování na denní bázi. Podíl hodnoty kontraktu s jedním subjektem nesmí přesáhnout 5 procent (v případě banky 10 %).

c) Informační povinnost

Požadavky na minimální rozsah informační povinnosti institucí kolektivního investování vůči investorům, obsažené ve směrnici č. 85/611/EHS, ukládají investičním a obhospodařovatelským společnostem povinnost zveřejnit:

- prospekt
- výroční zprávu o hospodaření

³⁶ Podléhající investiční fondy nemohou investovat více než 10 procent svých aktiv do podílů v jiných fondech.

³⁷ Finančními deriváty dle novely směrnice č. 85/611/EHS jsou instrumenty, odvozené od podkladových aktiv. Těmito podkladovými aktivy mohou být nejen převoditelné cenné papíry, ale také finanční indexy, úrokové míry a kurzy cizích měn.

- zprávu o hospodaření za první pololetí hospodářského roku

Výroční zpráva musí obsahovat rozvahu nebo jiný výkaz aktiv a pasiv, počet vydaných a odkoupených podílů, čistou hodnotu aktiv, strukturu portfolia, výnosy a náklady spojené s obhospodařováním aktiv a **přehled výsledků hospodaření v posledních třech letech.** Investiční společnost je povinna zveřejnit výroční zprávu nejpozději do čtyř měsíců od konce hospodářského roku. Zpráva o hospodaření investiční společnosti (fondu) za první pololetí hospodářského roku musí být publikována do dvou měsíců od konce tohoto období. Investiční společnost má povinnost také určit místo, kde poskytne zprávy k dispozici veřejnosti, a toto místo uvede ve svém prospektu.

Investiční společnost (fond) musí jedenkrát za dva týdny poskytnout veřejnosti údaje o hodnotě podílů, čistého obchodního jmění a počtu vydaných a odkoupených podílů.

4.1.6. Dozor

a) Státní dozor

Každý členský stát má povinnost určit orgány, které budou příslušné k autorizaci a dohledu nad institucemi kolektivního investování. Vykonavatelem státního dozoru a úkolů s ním spojených může být pouze orgán **veřejné správy nebo orgány určené orgány veřejné správy.** Jednotlivým **orgánům** státního dozoru **musí být uděleny veškeré pravomoci nezbytné k řádnému výkonu jejich úkolů.**

Směrnice č. 85/611/EHS rozděluje dohled nad investičními a obhospodařovatelskými společnostmi dle místní příslušnosti tzn. že dozor přísluší orgánu toho členského státu, ve kterém má investiční (obhospodařovatelská) společnost své sídlo. Dohled nad institucemi kolektivního investování při jejich podnikání na území jiných členských státech EU upravuje ustanovení článku 50, které stanoví

orgánům členských států povinnost spolupráce a vzájemného poskytování veškerých požadovaných informací.

b) Depozitář

Dle směrnice č. 85/611/EHS se depozitářem může stát výhradně instituce, která podléhá veřejné kontrole. Konkrétní rozhodnutí, které druhy veřejně kontrolovaných institucí mohou činnost depozitáře vykonávat, je plně v kompetenci členských států. Vlastního depozitáře musí mít každá investiční nebo obhospodařovatelská společnost, přičemž tento depozitář musí být registrován v zemi, která je též zemí původu investiční nebo obhospodařovatelské společnosti.

Hlavním úkolem depozitáře je úschova majetku investorů a důsledná kontrola způsobu nakládání (obhospodařování) s tímto majetkem. Mezi základní povinnosti depozitáře dle evropské směrnice patří:

- sledovat, zda se vydávání, zpětný odkup a vyplácení podílů uskutečňuje v souladu se zákonem a dokumenty společnosti (stanovy, prospekt resp. statut).
- sledovat, zda majetek investiční společnosti nebo v podílovém fondu je obhospodařován s odbornou péčí.
- kontrolovat, zda veškeré operace s majetkem investorů jsou prováděny v souladu s jejich zájmy.
- kontrolovat, zda hodnota podílů je vypočítávána v souladu se ³⁵ zákonem a dokumenty investiční a obhospodařovatelské společnosti.
- sledovat, zda výnosy investiční společnosti nebo ⁶¹ v podílovém fondu jsou používány v souladu se zákonem a dokumenty investiční společnosti (fondu).
- provádět ⁶⁰ pokyny investiční nebo obhospodařovatelské společnosti pouze v případě, že jsou v souladu s zákonem a dokumenty společnosti

Při zjištění nedostatku je depozitář povinen ohlásit podezřelé skutečnosti státnímu regulačnímu orgánu. Za případné škody způsobené neodůvodnitelným neplněním nebo nesprávným plněním svých povinností nese depozitář plnou zodpovědnost a to i v případě, že všechna nebo některá aktiva svěří do úschovy třetí osobě.

c) Samosprávný regulující subjekt

V každém státě Evropské unie můžeme nalézt samosprávný regulující subjekt, který se zabývá samoregulací sektoru kolektivního investování (např. v Německu *Bundesverband Deutscher Investment und Vermögensverwaltungs Gesellschaften*, ve Francii *Association Francaise de la Gestion Financière*, v Lucembursku *Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement*). V České republice vykonává tuto funkci Unie investičních společností ČR.

Hlavním cílem všech těchto subjektů, sdružujících investiční a obhospodařovatelské společnosti, je rozvoj oblasti kolektivního investování. Rozvoj kolektivního investování závisí na přílivu investorů, který není možný bez zajištění vysoké míry jejich ochrany a transparentnosti celého systému. Náplň činnosti těchto samoregulatorů spočívá především v usměrňování a kontrole aktivit svých členů s ohledem na platné právní předpisy a samoregulační dokumenty.

Na nadnárodní úrovni jsou jednotlivé národní samosprávné regulující organizace sdruženy v Evropské federaci investičních fondů a společností (*Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* – FEFSI). Tato federace, která byla založena již v roce 1974, v současné době prostřednictvím svých členů³⁸ reprezentuje více než 900 investičních (obhospodařovatelských) společností. Tyto společnosti spravují přes 36 tisíc fondů, v jejichž portfoliích se nachází aktiva za 4500 miliard euro.

³⁸ Členy FEFSI jsou členské státy EU, Norsko, Česká republika, Polsko, Maďarsko, Švýcarsko a Slovensko

FEFSI se snaží především zajistit vysoký stupeň ochrany investorů, prosadit přísné etické standardy ve všech oblastech kolektivního investování a zabezpečit maximální informační otevřenost institucí kolektivního investování vůči veřejnosti. Zároveň vystupuje jako kompetentní a reprezentativní zástupce evropského kolektivního investování při jednání s regulačními orgány, mimoevropskými asociacemi investičních společností i veřejností. Velký důraz klade také na spolupráci s orgány EU při přípravě právních norem, které mají přímý nebo nepřímý dopad na oblast kolektivního investování.

4.1.7. Podnikání institucí kolektivního investování na jednotném trhu EU

Z důvodu usnadnění přístupu institucí kolektivního investování na jednotný trh EU zavedla novela směrnice č.85/611/EHS tzv. evropský pas. Držiteli evropského pasu se mohou stát pouze investiční společnosti (fondy), které splňují požadavky evropské směrnice (viz. kapitola 4.1.3.). Nabídka a obchodování s podíly těchto společností v ostatních členských státech nepodléhá již další autorizaci tzn. že povolení v zemi původu má platnost na celém území Evropské unie. Pro investiční společnosti podnikající na území jiného členského státu EU tak platí pouze povinná registrace u státního regulačního orgánu. Při svém podnikání musí společnost vyhovět lokálním zákonům³⁹, zejména v oblasti obchodu, reklamy, daní a v nezbytném rozsahu musí také zajistit informace investorům, zabezpečit zpětný odkup podílů a platby podílníkům.

³⁹ Směrnice č. 85/611/EHS ponechává členským státům EU možnost stanovit podrobnější nebo přísnější předpisy pro instituce kolektivního investování. Tyto předpisy však v žádném případě nesmí mít diskriminační charakter v oblasti vstupu nebo podnikání subjektů, které mají sídlo v jiném státu EU.

4.2. Deskripce a analýza ekonomického vývoje kolektivního investování v EU

4.2.1. Celkový objem majetku v UCITS

Během devadesátých let představovalo kolektivní investování jedno z nejrychleji rostoucích odvětví finančního sektoru Evropské unie. Aktiva v institucích kolektivního investování vzrostla z 500 miliard euro v roce 1990 na 1500 miliard v roce 1995 resp. 4600 miliard v roce 2000. Vývoj objemu prostředků v investičních a podílových fondech (v UCITS i ve fondech neharmonizovaných) v letech 1997 – 2001 můžeme vidět v následující tabulce.

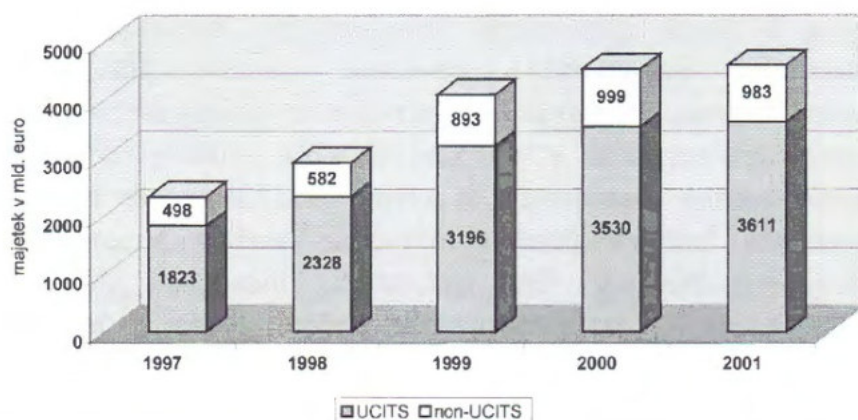
a) Celkový objem majetku v investičních a podílových fondech

Tabulka č. 11. – Vývoj celkového majetku v investičních fondech v letech 1997 – 2001 (v mld. euro)

	1997	1998	1999	2000	2001
UCITS	1823	2328	3196	3530	3611
non-UCITS	498	582	893	999	983
Celkem	2321	2910	4089	4529	4594

Zdroj: FEFSI

Graf č. 7: Celkový majetek fondů v letech 1997 - 2001



Téměř čtyři pětiny svých prostředků vložili investoři do UCITS tzn. fondů, jejichž fungování podléhá směrnici č. 85/611/EHS. Zbývající část investic směřovala do neharmonizovaných (non-UCITS) fondů, především do německých „Spezialfonds“ (11% celkových investic) a uzavřených investičních trustů ve Velké Británii (3 % celkových investic).

Tabulka č. 12. – Podíl (ne)harmonizovaných typů fondů na celkovém majetku v letech 1997 – 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
UCITS	78,5	80,0	78,2	77,9	78,6
non-UCITS	21,5	20,0	21,8	22,1	21,4

Zdroj: FEFSI

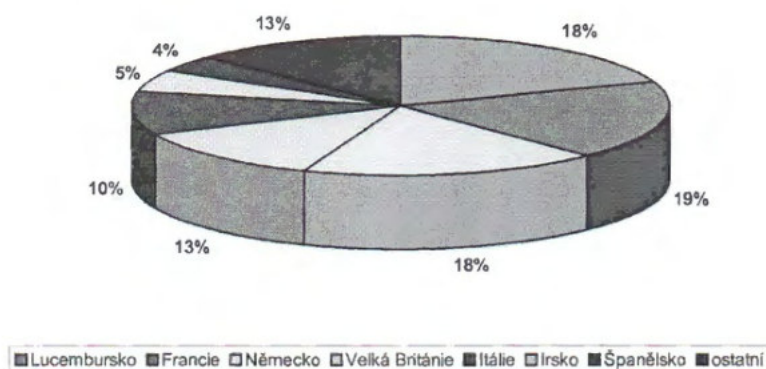
Údaje jsou v procentech.

Rozdělíme-li si instituce kolektivního investování dle země původu, zjistíme, že kolektivnímu investování v EU dominují tyto země: Lucembursko, Francie, Itálie, Velká Británie a Německo. Investiční a obhospodařovatelské společnosti, které mají sídlo na území těchto států, drží ve svých portfoliích více než tři čtvrtiny celkových prostředků v investičních a podílových fondech v Evropě. Zatímco přední pozice evropských velmocí úzce souvisí s jejich ekonomickou vyspělostí a faktem, že tyto země reprezentují téměř 70 procent populace EU, vedoucí postavení Lucemburska v evropském kolektivním investování by mohlo být pro laika překvapením. Motivem vzniku resp. přesunu sídla investičních a obhospodařovatelských společností na území Lucemburska je optimalizace daňové zátěže⁴⁰ neboli výrazné snížení daňových nákladů institucí kolektivního investování. Fungování „daňových rájů“ v oblasti kolektivního investování by nebylo možné bez existence tzv. evropského pasu,

⁴⁰ K přilákání subjektů kolektivního investování využívá strategii „evropského daňového ráje“ také Irsko.

kdy produkty kolektivního investování mohou být volně nabízeny v ostatních zemích EU⁴¹.

Graf č. 7: Rozdělení investičních fondů dle země původu



b) Podíl celkového majetku v investičních a podílových fondech na hrubém domácím produktu (HDP)

Tabulka č. 13. – Podíl celkového majetku na HDP v letech 1997 – 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
Podíl majetku na HDP	32,0	39,0	51,0	53,0	53,0*

Zdroj: FEFSI

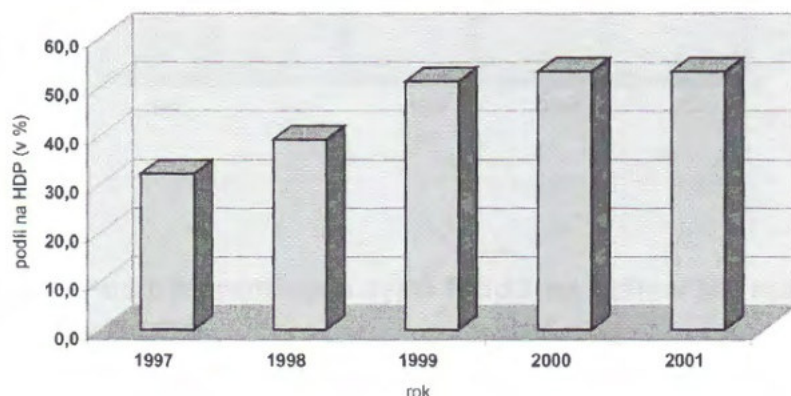
* Odhad dle údajů za leden – září 2001

Podíl celkového majetku v institucích kolektivního investování na hrubém domácím produktu zemí Evropské unie vzrostl z 23 procent v roce 1995 na 32 procent v roce 1997. I v následujících letech se dynamický růst sektoru kolektivního investování projevil ve zvyšování jeho podílu na HDP. Nejvyšších hodnot dosáhl v letech 1999 – 2000,

⁴¹ Velkou část prostředků v lucemburských fondech tvoří investice německých investorů.

kdy překročil padesátiprocentní hranici. Přestože data za poslední čtvrtletí 2001 nejsou dosud k dispozici, je pravděpodobné, že vzhledem k negativnímu vývoji na kapitálových trzích a zvýšeným obavám investorů dojde spíše ke stagnaci tohoto ukazatele růstu sektoru kolektivního investování.

Graf č. 8: Podíl majetku na HDP (v %) v letech 1997 - 2001



c) Majetek v investičních a podílových fondech na obyvatele

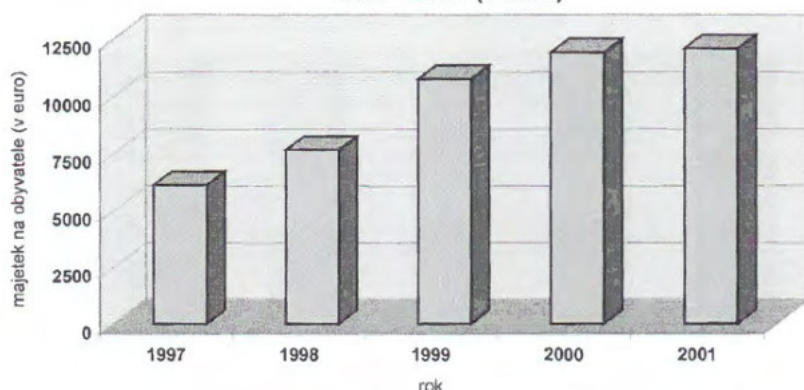
Tabulka č. 14. – Majetek v investičních a podílových fondech na obyvatele ¹⁹ v letech 1997 – 2001 (v euro)

	1997	1998	1999	2000	2001
Majetek na obyvatele (v euro)	6098	7646	10744	11900	12070

Zdroj: FEFSI

V období 1997 – 2001 se objem aktiv v institucích kolektivního investování zdvojnásobil a průměrná hodnota majetku připadajícího na jednoho obyvatele tak dosáhla 12 tisíc euro.

Graf č. 9: Majetek v IF a PF na obyvatele v letech 1997 - 2001 (v euro)



4.2.2. Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v UCITS

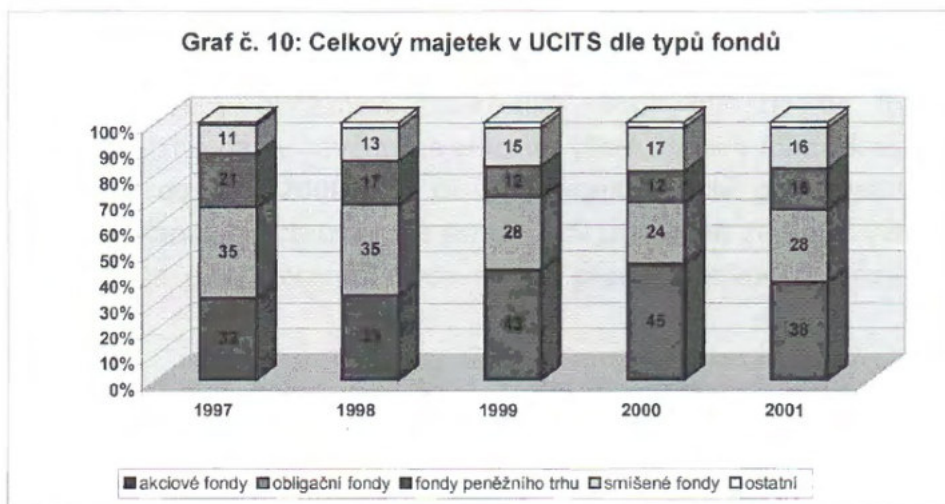
Kterým typům fondů dávají evropští investoři přednost a jaký byl trend jejich preferencí v období 1997 – 2001 zjistíme z tabulky č. 15.

Tabulka č. 15. – Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku UCITS v letech 1997 – 2001 (v %)

	1997	1998	1999	2000	2001
akciové fondy	32,0	33,0	43,0	45,0	38,0
obligační fondy	35,0	35,0	28,0	24,0	28,0
fondy peněžního trhu	21,0	17,0	12,0	12,0	16,0
smíšené fondy	11,0	13,0	15,0	17,0	16,0
ostatní	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Zdroj: FEFSI

Graf č. 10: Celkový majetek v UCITS dle typů fondů



Největší oblibě mezi ⁴⁵investory se těší akciové fondy. Ve sledovaném období (1997 – 2001) se zvýšil jejich podíl z 32 procent až na 45 procent v roce 2000. V souvislosti se zpomalením výkonnosti předních světových ekonomik a hrozící globální recesí došlo v roce 2001 k přesunu prostředků investorů z rizikovějších akciových fondů (meziroční pokles o 7 procent) do „bezpečnějších“ dluhopisových fondů a fondů peněžního trhu.

Prostředky vložené do fondů obligací tvořily v letech 1997 – 2001 zhruba 25 – 35 procent všech fondových investic a při bezhlavém růstu akciových indexů v důsledku „internetové horečky“ vykazoval jejich podíl na celkových prostředcích v investičních fondech sestupný trend. Až „splasknutí bubliny“ na amerických akciových trzích přimělo investory k větší obezřetnosti a kvalitnějšímu rozložení svých investic do jednotlivých typů fondů⁴².

⁴² I když v případě vložení prostředků do institucí kolektivního investování, které fungují na principu rozložení rizika, se již jedná o diverzifikaci portfolia, je vhodné správně zvolit i strukturu jednotlivých typů fondů. Pomocí této „dvoustupňové diverzifikace“ může investor dosáhnout nejen větší bezpečnosti, ale i vyššího průměrného výnosu investice.

Ve fondech peněžního trhu, které v dlouhodobém horizontu dosahují nižšího výnosu než ostatní fondy, udržují evropští investoři jen takovou část svých prostředků, která je nezbytná pro přechodné zvýšení potřeby peněžních prostředků. Podíl investic do fondů peněžního trhu na celkovém majetku ve všech typech fondů klesl od roku 1997 do roku 2000 z 21 na 12 procent. Jelikož při negativním vývoji na kapitálových trzích se tento podíl přirozeně zvyšuje, vzrostl v roce 2001 o 4 procentní body na 16 procent celkového majetku fondů.

5. Komparace

5.1. Komparace právní úpravy kolektivního investování

Vzhledem k nutné aproximaci právního řádu České republiky s legislativou Evropské unie se nyní zaměříme na závažné nedostatky ZISIF při porovnání s ustanoveními směrnice č.85/611/EHS.

a) subjekty kolektivního investování

Základní rozdíl mezi evropskou úpravou (směrnice č. 85/611/EHS) a národní úpravou kolektivního investování v České republice najdeme již při vymezení subjektů, které těmto právním normám podléhají. Směrnice č. 85/611/EHS se vztahuje pouze na instituce kolektivního investování otevřeného typu, zatímco ZISIF obsahuje ustanovení, která jsou závazná pro instituce otevřeného i uzavřeného typu. Významným nedostatkem ZISIF je absence úpravy investičních společností s proměnlivým základním kapitálem (SICAV). Povaha zahraniční investiční společnosti typu SICAV spíše odpovídá povaze otevřeného podílového fondu podle českého práva. Na rozdíl od otevřeného podílového fondu má však SICAV vlastní právní subjektivitu a tu dle ZISIF mají pouze investiční společnosti nebo investiční fondy. Zařazení SICAV jako investiční společnosti nebo fondu dle českého práva brání skutečnost, že investiční společnosti (fondy) jsou koncipovány jako instituce uzavřeného typu tzn. společnosti s fixním základním kapitálem, jejichž investoři nemají možnost požádat o zpětný odkup svých akcií. Vstup nových investorů je možný pouze za předpokladu poměrně složitého a zdlouhavého navýšení základního kapitálu společnosti.

Obecné principy autorizace a podmínky pro udělení povolení k podnikání v oblasti kolektivního investování se v ZISIF i v evropské směrnici shodují. Pravomoci při udělování povolení jsou svěřeny kompetentnímu orgánu (orgánu státní správy nebo orgánu jím určeným). Subjekt, který žádá o udělení povolení, musí mít dostatečné prostředky na výkon činnosti a splnění svých závazků

a členové jeho statutárních orgánů musí mít dobrou pověst, potřebné zkušenosti a kvalifikaci pro výkon své funkce.

b) obecné principy investiční politiky

Evropská směrnice striktně definuje instrumenty, které mohou být součástí portfolia investičních a podílových fondů. Majetek, shromážděný od veřejnosti, může být při splnění ostatních podmínek (otevřená forma fondu, dodržení zásady diverzifikace rizika) investován do převoditelných cenných papírů. Jako převoditelné cenné papíry označuje směrnice takové ²⁰ cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování na burze nebo jiném obdobném regulovaném trhu. Novela směrnice v minulém roce rozšířila spektrum povolených investičních instrumentů o instrumenty peněžního trhu, podílové listy jiných podílových fondů, vklady u úvěrových institucí a finanční deriváty. Nemovitosti a movité věci mohou instituce kolektivního investování nabývat pouze v rozsahu, který je nezbytný pro jejich řádné podnikání. Držení drahých kovů nebo zastupujících certifikátů je zakázané.

Dle ⁸ zákona č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, může investiční společnost nebo investiční fond investovat shromážděný majetek do veřejně obchodovatelných cenných papírů, do instrumentů peněžního trhu a může být ukládán na účty u bankovních institucí. Kromě předchozích investičních instrumentů mohou investiční společnosti (fondy) nabývat nemovitosti a movité věci. Spektrum povolených investičních nástrojů dle ZISIF odpovídá (s výjimkou investic do nemovitostí a movitých věcí) ⁵⁷ novele evropské směrnice. Podstatný rozdíl najdeme mezi definicí ⁵⁷ převoditelných cenných papírů (článek 19 směrnice č. 85/611/EHS) a veřejně obchodovatelných cenných papírů. ¹⁰ Převoditelné cenné papíry jsou v podstatě cenné papíry přijaté k obchodování na burze nebo jiném obdobném uznaném regulovaném trhu. Jako veřejně obchodovatelné cenné papíry

představují cenné papíry, kterým byl přidělen ISIN, přičemž nemusí být přijaty k obchodování na burze nebo jiném obdobném regulovaném trhu.

c) investiční limity

Při komparaci ustanovení evropské směrnice, která upravují limity pro rozložení a omezení rizika, s obdobnou částí ZISIF dojdeme k závěru, že v této oblasti panuje mezi oběma právními normami částečný nesoulad. Limity dle směrnice č. 85/611/EHS jsou definovány přísně a podrobně, kdežto český právo stanoví limity podobné, avšak méně podrobné.

V ZISIF především chybí vymezení minimálního počtu emisí, které musí být v portfoliu fondu zastoupeny. Evropská směrnice stanoví, že v majetku fondu musí být drženy cenné papíry minimálně šesti různých emitentů, přičemž podíl jedné emise nesmí překročit 30 procent. Obdobné požadavky na portfolio fondu v české legislativě nenajdeme a ani nepřímě nevyplývají z ostatních ustanovení zákona.

Úprava kolektivního investování v České republice na rozdíl od komunitární normy neobsahuje podrobné omezení pro investice do finančních derivátů a vklady u úvěrových institucí.

Podstatný rozdíl můžeme nalézt i v omezeních týkajících se nemovitostí a movitých věcí. Zatímco fondy podléhající směrnice č. 85/611/EHS smějí uložit prostředky do nemovitostí a movitých věcí pouze v rozsahu nezbytném pro podnikání, ZISIF omezuje jen horní hranici podílu jedné nemovitosti nebo movité věci v portfoliu⁴³.

Odlišně upraveny jsou i základní limity pro maximální podíl jedné emise v portfoliu fondu. ZISIF stanoví, že hodnota cenných papírů **jednoho druhu vydaných stejným emitentem nesmí tvořit více než 10 procent majetku v podílovém fondu nebo majetku investičního fondu**. Evropská směrnice stanoví tuto hranici pětiprocentní, ale

⁴³ **Majetek investičního fondu nesmí být tvořen z více než 5 % hodnotou jedné nemovitosti nebo jedné movité věci.** (ZISIF § 24, odst. 3).

dovoluje ji jednotlivým členským státům posunout až na 10 procent. Současně se změnou limitu z 5 na 10 procent však musí členský stát zavést pravidlo, že celková hodnota investic vyšších než 5 procent nesmí překročit 40 procent celkových aktiv fondu.

U cenných papírů, jejichž emitenty nebo garanty jsou státy popř. veřejné mezinárodní organizace, mohou členské státy EU upravit limit z 5 až na 35 procent popř. zaručí-li příslušný národní regulační orgán srovnatelnou míru ochrany investorů až na 100 procent celkových aktiv. V souladu se směrnicí ZISIF stanoví, že v případě, kdy emitentem je ČNB, členská země OECD nebo její centrální banka, může hodnota jedné emise dluhopisů tvořit až 30 procent majetku fondu.

Oproti evropské směrnici obsahuje ZISIF omezení maximálního podílu (v současnosti 11 procent) z jednotlivé emise, který může být součástí portfolia investičního nebo podílového fondu resp. portfolií podílových fondů, obhospodařovaných jednou investiční společností.

d) depozitář

Směrnice č. 85/611/EHS stanoví, že depozitářem může být výhradně instituce, která podléhá veřejné kontrole. V této oblasti nedochází k rozporu mezi ustanoveními evropské směrnice a národní úpravou kolektivního investování v ČR, neboť ZISIF resp. bankovní zákon umožňuje vykonávat funkci depozitáře pouze bankám, které mají k této činnosti povolení od centrální banky⁴⁴.

Pravomoci a povinnosti depozitáře dle ZISIF sice obecně odpovídají požadavkům evropské směrnice, ale v některých konkrétních ustanoveních je současná právní úprava v České republice nepřesná nebo nedostatečná. Ustanovení týkající prodeje a odkupu podílových listů a plnění pokynů investiční nebo obhospodařovatelské společnosti jsou téměř plně kompatibilní s právem EU. Některé další povinnosti (např. zajištění řádného využití

⁴⁴ Povolení k činnosti depozitáře musí být uvedeno v bankovní licenci.

výnosu fondu, zajištění správného a zákonného výpočtu hodnoty podílů) definuje ZISIF jinou formou nebo příliš obecně. Na rozdíl od evropské směrnice nemusí dle české právní úpravy depozitář zajišťovat, aby u operací s aktivy fondu byla protiplnění poskytována v obvyklých lhůtách. V porovnání s požadavky evropské směrnice na ochranu investorů nedostačuje současná míra odpovědnosti depozitáře za výkon jeho činnosti ani rozsah kontrolní funkce depozitáře.

e) další nedostatky a rozdíly

Určité rozdíly resp. nedostatky ve srovnání s novelizovanou směrnicí č. 85/611/EHS bychom našli téměř ve všech částech současné české právní úpravy kolektivního investování. Současný stav vyplývá nejen z použití odlišných principů při konstrukci ZISIF v roce 1992, ale podílelo se na něm také nedokonalé přejímání evropských principů do českých předpisů v průběhu jejich častých novelizací.

Nesoulad s právem EU se často projevuje i v použité terminologii (např. rozdílný obsah pojmu prospekt, odlišné označení institucí kolektivního investování).

5.2. Komparace ekonomického vývoje kolektivního investování

Již při porovnání vývoje prvního poměrového ukazatele – podílu celkového majetku v investičních a podílových fondech na hrubém domácím produktu – zjistíme, že podíl prostředků ve výše zmíněných institucích kolektivního investování je v České republice 10 – 15krát nižší než evropský průměr.

Tabulka č. 16.- Komparace celkového majetku v IF, PF na HDP v letech 1997 - 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
EU	32,0	39,0	51,0	53,0	53,0
ČR	4,5	4,0	5,3	4,7	3,8

Zdroj: FEFSI, UNIS ČR

² Vzhledem k velmi krátké historii kolektivního investování v České republice však představuje tato skutečnost, při včasné realizaci nápravných kroků (viz. kapitola 6), spíše příležitost pro budoucí masivní rozmach fondového investování.

Poněkud tristně pro českého investora vyznívá komparace ukazatele majetku v IF a PF připadajícího na obyvatele.

Tabulka č. 17.- Komparace celkového majetku v IF a PF na obyvatele v letech 1997 - 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
ČR	6098	7646	10744	11900	12070
EU	208	204	276	254	234

Zdroj: FEFSI, UNIS ČR, ČSÚ

Téměř šedesátkrát nižší objem prostředků v českých institucích kolektivního investování připadající na obyvatele nás nutí k zamyšlení. Tuto disproporci nelze svádět pouze na odlišnou výkonnost českého hospodářství a předních evropských ekonomik⁴⁵. Hlubší problém tkví v investičních zvyklostech veřejnosti v České republice. Neprůhlednost a problémy finančního sektoru v průběhu devadesátých let (krachy bank, tunelování investičních privatizačních fondů, některých penzijních fondů a kampeliček) přinutily občany ČR k opatrnému, někdy až přehnaně, chování při správě svých úspor. Trend, kdy téměř 80 procent úspor obyvatelstva směřuje do bankovních vkladů a stavebního spoření, přetrvává i v současnosti

⁴⁵ České kolektivní investování vychází nelichotivě i ze srovnání daného ukazatele s objemem majetku investičních a podílových fondů v Portugalsku, které patří mezi nejméně rozvinuté země EU v sektoru kolektivního investování.

a ostře kontrastuje s investičním chováním „průměrné“ domácnosti v Evropské unii⁴⁶.

Neochota jakkoliv riskovat se projevuje i při srovnání podílu jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v OPF. Z tabulky č. 10 (grafu č. 5) vyplývá, že převážná většina nových investic v ČR směřuje do bezpečných, ale z dlouhodobého hlediska méně výnosných, fondů peněžního trhu. Nesvalujme ale vše jen na přílišnou averzi domácích investorů k riziku. Na zanedbatelném podílu akciových fondů se podepsala stejnou měrou i nízká kapacita českého akciového trhu a dřívější neochota manažerů fondů poohlédnout se po nových investičních příležitostech v zahraničí. Jak by měla struktura jednotlivých fondů vypadat tzn. jaký by měl být trend vývoje kolektivního investování v ČR nám ukazuje tabulka č. 15. Průměrný evropský investor drží ve fondech peněžního trhu pouze tzv. pohotovostní rezervu a ostatní volné prostředky přelévá dle fáze hospodářského cyklu a trendů na kapitálových trzích mezi akciovými fondy a fondy obligací.

Aby bylo možné využít obrovský potenciál kolektivního investování v České republice musí tempo růstu v ČR být vyšší než v EU. Jak na tom byla Česká republika ve srovnání s Evropskou unií v letech 1997 – 2001 ukazuje následující tabulka.

Tabulka č. 18.- Komparace meziročního růstu objemu prostředků v OPF a UCITS v letech 1997 – 2001

	1997-98	1998-99	1999-00	2000-01
ČR	46,1	316,1	43,3	-15,6
EU	27,7	37,3	10,5	2,3

Zdroj: Hodnoty v tabulce byly vypočteny z údajů UNIS ČR o OPF (pro Českou republiku) a z údajů FEFSI o UCITS (pro Evropskou unii) a jsou uváděny v procentech.

Ve sledovaném období se sektoru kolektivního investování v České republice podařilo dosáhnout několikanásobně vyššího tempa růstu oproti evropskému kolektivnímu investování. Pokles objemu

⁴⁶ Například ve Francii a Německu tvoří hotovost a bankovní depozita nejvýše 40 % úspor domácností.

prostředků tzn. záporné tempo růstu v letech 2000 – 2001 neovlivnil pouze pokračující negativní vývoj na kapitálových trzích v roce 2001, ale i skutečnost, že institucionální investoři využily otevření fondů z kupónové privatizace a realizovaly zisk, čímž došlo k určitému zkreslení skutečného stavu kolektivního investování v České republice. Zatímco drobní investoři vložili do OPF více než 5 miliard korun, institucionální investoři „odsáli“ z kuponových otevřených podílových fondů zhruba 17 miliard korun.

Chce-li české kolektivní investování v budoucnosti dosáhnout alespoň průměrné úrovně zemí EU, musí v následujících letech docilovat vyššího růstu a to i při sílící konkurenci v oblasti poskytování finančních služeb.

5.3. Komparace daňového zatížení subjektů kolektivního investování v ČR a Lucembursku

Výše a způsoby zdaňování výnosů z kolektivního investování se mezi jednotlivými členskými státy Evropské unie více či méně liší. Extrémně nízkou míru zdanění kolektivního investování využívá k přilákání investičních společností na své území Lucembursko a v poslední době také Irsko. Existence těchto „daňových rájů“ uvnitř Evropské unie potenciálně ohrožuje i „české“ instituce kolektivní investování. Při nezměněném daňovém zatížení investičních společností v České republice můžeme předpokládat, že velké banky přesunou řízení všech svých fondů do zahraničí, a to buď do svých ústředen, nebo právě na území evropských daňových rájů. Porovnejme tedy daňovou zátěž z pohledu investora a instituce kolektivního investování.

Akcionáři (pokud jsou cizími daňovými rezidenty) nepodléhají v Lucembursku žádné dani z kapitálového zisku, dani z příjmu ani dani vybírané srážkou. V České republice jsou ve smyslu Zákona o

daních z příjmů osvobozeny kapitálové příjmy z cenných papírů, pokud byla jejich držba fyzickou osobou delší než šest měsíců.

Daňový režim investiční společnosti (fondu) v České republice upravuje ¹⁵ zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu, ve znění pozdějších předpisů. Konkrétně § 21, odstavec 2. stanoví, že sazba daně pro investiční, penzijní a podílové fondy činí 15 procent z daňového základu⁴⁷.

Společnosti typu SICAV se sídlem na území Lucemburského velkovévodství nepodléhají žádným lucemburským daním ze zisku nebo příjmu a dividendy, které SICAV vyplácí, nejsou podrobeny srážkové dani. Investiční společnost je nicméně povinna platit specifický druh daně tzv. *taxe d'abonnement* ve výši 0,05 procenta ročně z čisté hodnoty svých aktiv. Tato daň je splatná čtvrtletně na základě hodnoty celkových čistých aktiv fondů na konci příslušného kalendářního čtvrtletí. Každá investiční společnost s variabilním kapitálem musí při svém založení uhradit počáteční daň z kapitálu ve výši 50 tisíc LUF.

Je zřejmé, že instituce kolektivního investování se sídlem v České republice čelí většímu daňovému břemenu než obdobné subjekty, umístěné na území „daňových rájů“, což vede ke snížení jejich konkurenceschopnosti. Ve střednědobém horizontu (do roku 2006) se může právě míra zdanění stát klíčovým faktorem pro příliv institucí kolektivního investování do České republiky.

⁴⁷ Až do roku 2000 byl zisk institucí kolektivního investování zdanován sazbou ve výši 25 procent.

6. Návrh kroků ke zlepšení situace v České republice

V rámci aproximace českého práva s právem ES by bylo vhodné nahradit dosavadní právní úpravu (provedenou ⁴zákonem č. 248/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů) novým zákonem, který by odstranil současné formální a obsahové nedostatky. Nová právní norma by měla reagovat na potřebu kompatibility české a evropské právní úpravy kolektivního investování a to jak po stránce formální (sjednocení používané terminologie), tak především po stránce obsahové (změna nedostatečně upravených nebo zcela neupravených oblastí kolektivního investování).

K odstranění obtíží s překladem a nedorozumění při posuzování slučitelnosti našeho práva s legislativou ES by napomohly některé dílčí terminologické změny. Konkrétně je třeba vymezit, které cenné papíry (dle zákona ¹¹o cenných papírech) odpovídají termínu „převoditelné cenné papíry“ dle novely směrnice č. 85/611/EHS a změnit některá označení současných institucí kolektivního investování:

- pro stávající investiční společnosti zavést některý z pojmů, které odpovídají anglickému ekvivalentu dle evropské směrnice (*management company*) tzn. manažerská, správcovská nebo obhospodařovatelská společnost.
- dosavadní investiční fondy označit jako investiční společnosti a ty podrobněji rozlišit na investiční společnosti s variabilním kapitálem (pokud odkupují zpět své akcie) nebo na investiční společnost s fixním kapitálem.

Dále je nutné rozdělit instituce kolektivního investování na investiční společnosti a podílové fondy, které podléhají evropské směrnici⁴⁸, a na ostatní investiční společnosti a podílové fondy, které mohou mít otevřenou i uzavřenou podobu.

⁴⁸ investiční společnosti a podílové fondy podléhající směrnici č. 85/611/EHS musí mít vždy otevřenou formu.

Po obsahové stránce vyžaduje nový zákon zásadní změnu koncepce. Již sama definice kolektivního investování musí zabezpečit, aby jakékoliv shromažďování peněžních prostředků nebo jiných majetkových hodnot od veřejnosti, které vykazuje znaky kolektivního investování, nemohlo být vykonáváno bez povolení příslušného regulačního ⁷²orgánu (KCP) a ¹⁴jinak než zákonem stanoveným způsobem.

U institucí kolektivního investování by mělo dojít nejen ke změně terminologie, ale i k definování základního kapitálu investičních společností s variabilním kapitálem (SICAV). Základní kapitál SICAV neodpovídá obecné právní úpravě základního kapitálu akciových společností dle obchodního zákoníku, a proto je nutné pro permanentní emisi a odkup akcií vytvořit právní rámec. Zákonná ustanovení by měla také (v souladu s evropskou směrnicí) přesně vymezit rozsah předmětu podnikání správcovských a investičních společností.

V oblasti dozoru nad aktivitami institucí kolektivního investování je nutné zachovat stávající pravomoce, delegované na Komisi pro cenné papíry, a posílit kontrolní funkci depozitáře (např. předběžným schvalováním obchodů, které by mohly mít významný dopad na hospodaření investiční společnosti). Současné povinnosti depozitáře i jeho zodpovědnost by měly upraveny v souladu se směrnicí č. 85/611/EHS.

Rozsah informační povinnosti investiční a obhospodařovatelské společnosti vůči investorům je v současnosti nedostatečný. Platná právní úprava kolektivního investování v České republice definuje obdobné prostředky pro poskytování informací pro investory (statut, výroční a pololetní zpráva o hospodaření) jako evropská legislativa, avšak nároky na objem údajů, které jsou jejich obsahem, jsou prokazatelně menší. Pro zabezpečení srovnatelné míry informační otevřenosti musí být obsah zveřejňovaných dokumentů rozšířen o informace vyžadované evropskou směrnicí (např. bude nutné

rozšířit statut fondu o strukturu portfolia). Investiční společnosti by měly mít možnost provádět propagaci a informovat laickou veřejnost o výhodách a riziku investování srozumitelnou formou, pomocí tzv. zjednodušeného statutu.

Investiční limity k omezení a rozložení rizika musí být aproximovány tak, aby byly v souladu s limity, stanovenými v novelizovaných ustanoveních směrnice č. 85/611/EHS.

⁵⁶ S ohledem na vstup České republiky do Evropské unie musí nový zákon o kolektivním investování upravit podnikání zahraničních institucí kolektivního investování v ČR a podnikání českých institucí na území jiných států. Pro instituce, jejichž podnikání bude v souladu se směrnicí č. 85/611/EHS (UCITS), bude nutné zavést tzv. evropský pas.

Veškerá ustanovení stávajícího ZISIF, která se osvědčila a která nejsou v rozporu s právem ES, by bylo vhodné zapracovat i do nového právního předpisu.

Dalším krokem k rozvoji českého kolektivního investování by měla být změna daňového režimu institucí kolektivního investování se sídlem na území České republiky. Nestane-li se ČR nejpozději do několika let po svém vstupu do EU „daňovým rájem“ pro subjekty kolektivního investování, hrozí, že na trhu budou dominovat zahraniční subjekty, které na našem území neodvedou do státního rozpočtu ani euro.

Domácí investiční společnosti musí bezpodmínečně rozšířit své investice, mimo Českou republiku, do ostatních zemí OECD. To platí především pro fondy akciové a smíšené, jelikož zmenšující kapacita českého akciového trhu nedává příliš mnoho prostoru pro efektivní správu portfolií fondu, ale o hledání investičních příležitostí v jiných zemích by se měly snažit i fondy dluhopisové.

Součástí rozvoje kolektivního investování v České republice musí být také snaha o výchovu sofistikovaného investora. Pouze kvalitní osvěta a neklamavá propagace kolektivního investování může v dlouhodobém horizontu přimět laickou veřejnost k pravidelnému ukládání svých prostředků do podílových fondů.

Závěr

Oblast kolektivního investování představuje nejdynamičtěji rostoucí část světového finančního sektoru. Z analýzy legislativní a ekonomické situace českého kolektivního investování vyplývá, že v České republice existuje velký prostor pro rozvoj tohoto způsobu investování.

Aby mohl být tento potenciál naplněn, musí dojít k odstranění zásadních nedostatků, jejichž odhalení (pomocí komparace situace v České republice se stavem tohoto sektoru v Evropské unii) bylo jedním z cílů této diplomové práce.

Řešení, které by vedlo ke zlepšení současné situace a ke zvýšení konkurenceschopnosti českého kolektivního investování, musí obsahovat tyto kroky:

- s ⁴⁶ohledem na blížící se vstup České republiky do Evropské unie musí dojít k aproximaci právních předpisů s kolektivním investováním souvisejících.
- získání konkurenční výhody prostřednictvím příznivé daňové politiky. Pouze změna daňového režimu investičních (správcovských) společností tak, aby se daňové zatížení domácích institucí kolektivního investování vyrovnalo „evropským daňovým rájům“ (Lucembursko, Irsko) může vést k přesídlení zahraničních subjektů na naše území.
- intelektualizace drobných investorů prostřednictvím propagace a osvěty.

Závěrem je nutné znovu připomenout, že kolektivní investování představuje moderní a relativně bezpečný způsob zhodnocení úspor obyvatelstva. Rozmach této formy alokace dočasně volných peněžních prostředků bude i v budoucnosti pokračovat a bylo by velkou chybou, kdyby se české kolektivní investování nepokusilo prosadit i na jednotném trhu Evropské unie nebo dokonce přenechalo domácí trh zahraničním subjektům.

Seznam použitých zkratek

CP	cenný papír
ČNB	Česká národní banka
ČOJ	čisté obchodní jmění
ČR, ČSSR	Česká republika, Československá socialistická republika
¹⁵ CSÚ	Český statistický úřad
EHS	Evropské hospodářské společenství
ES	Evropské společenství, Evropská společenství
ESUO	Evropské společenství uhlí a oceli
EU	Evropská unie
FEFSI	evropská federace investičních společností a fondů
HDP	hrubý domácí produkt
IF	investiční fond
IS	investiční společnost
ISIN	mezinárodní identifikační číslo cenného papíru
KCP	Komise pro cenné papíry
LUF	lucemburský frank
MF	ministerstvo financí
² OECD	Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj
OPF	otevřený podílový fond
PF	podílový fond
PL	podílový list
SEC	Vládní komise pro regulaci prodeje cenných papírů USA
SICAF	⁵ investiční společnost s fixním kapitálem
SICAV	investiční společnost s variabilním kapitálem
SCP	⁵⁵ Středisko pro cenné papíry
UCITS	instituce kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
UNIS ČR	Unie investičních společností České republiky
USA	Spojené státy americké
ZISIF	zákon o investičních společnostech a investičních fondech

Použitá literatura

Monografie

- ⁵ DĚDIČ, J.: Investiční společnosti a investiční fondy, 1. vydání, Praha, Prospektrum, 1992, 256 stran.
- ⁹ DĚDIČ, J. a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, 1. vydání, Praha, Prospektrum, 2000, 552 stran.
- ⁴ ELIÁŠ, K.: Kurz obchodního práva, 2. vydání, Praha, C. H. Beck, 1998, 426 stran.
- ⁷ JÍLEK, J.: Finanční trhy, 1. vydání, Praha, Grada Publishing, 1997, 517 stran.
- ¹⁰ LIŠKA, V. a kol.: Kolektivní investování, 1. vydání, Praha, Bankovní institut, 1997, 195 stran.
- ⁴ MUSÍLEK, P.: Finanční trhy a investiční bankovnictví, 1. vydání, Praha, ETC Publishing, 1999, 852 stran.
- ⁴ PEARCE, W.: Macmillanův slovník moderní ekonomie, 2. vydání, Praha, Victoria Publishing, 1995, 549 stran.
- ³ PELIKÁNOVÁ, I. a kol.: Obchodní právo - 1. díl, 2. vydání, Praha, ASPI Publishing, 2001, 581 stran.
- ⁷ POLIDAR, V.: Management bank a bankovních obchodů, 2. vydání, Praha, Ekopress, 1999, 450 stran.
- RATNER, D. L., HAZEN, T. L.: Securities regulation, Selected Statutes, Rules and Forms, 1. vydání, St. Paul, West Publishing, 1995, 454 stran.
- ⁷ REJNUŠ, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry, 1. vydání, Praha, Computer Press, 2001, 257 stran.
- ⁹ ROSE, P. S.: Peněžní a kapitálové trhy, 1. vydání, Praha, Victoria, 1994, 1014 stran.
- ² TOMÁŠEK, M.: Bankovnictví jednotného vnitřního trhu Evropské unie, 1. vydání, Praha, Linde, 1997, 318 stran.
- TÝČ, V., JÍLEK, D.: Základy práva ES pro ekonomy, 2. vydání, Praha, Linde, 2000, 279 stran.

VLČEK, J., a kol.: Výkladový lexikon pojmů tržní ekonomiky, 1. vydání, Praha, Victoria Publishing, 215 stran.

Články

CHODĚRA, B.: České fondy hledají svou evropskou parketu. Právo, 4.2.2002, s. 13.

CHODĚRA, B.: Dluhopisové fondy byly jedničkou. Právo, 26.1.2002, s. 18.

KLEIN, K.: Marný kriminál. Euro, 2001, č. 3, s. 30-31.

KLEIN, K.: Fondová škatulata. Euro, 2001, č. 12, s. 28-29.

KLEIN, K.: Doktorovy kleště svírají čím dál více. 2001, č. 16, s. 32.

POSPÍŠIL, R.: Zpátky k rozumu. Euro, 2000, č. 51-52, s. 28.

POSPÍŠIL, R.: Šanci skýtá obchodní zákoník. Euro, 2001, č. 1, s. 33.

PROS, M.: Investiční společnost typu SICAV. Právo a podnikání, 2000, č. 2, s. 8 – 12.

ŠIMČÁK, P.: Airbagy pro opatrné investory. Euro, 2001, č. 29, s.44.

ŠTOČEK, M.: Hurá na býka. Euro, 2001, č. 14, s. 3.

ŠTOČEK, M.: Boj býka s medvědem. Euro, 2001, č. 14, s. 30-32

WWW stránky

ALFI: About ALFI. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.alfi.lu>)

ALFI: Newsletter: UCITS Directive, the next steps. 22.2.2002. Dostupné z: (<http://www.alfi.lu>).

ALFI: Newsletter: Taxe d'abonnement. 22.2.2002. Dostupné z: (<http://www.alfi.lu>).

ALFI: Newsletter: Industry Statistics. 22.2.2002. Dostupné z: (<http://www.alfi.lu>).

ALFI: The new UCITS Directive adopted. 22.2.2002. Dostupné z: (<http://www.alfi.lu>).

The European Commission: Commision Press Room. 30.1.2002.
Dostupné z (<http://www.europa.eu.int/>)

FEFSI: EU Regulation: The Community Laws and Regulations. 2.2.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: EU Regulation: EU Legislation. 2.2.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: About investment funds: Investment Funds Explained. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: About FEFSI. 13.3.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: Annual Report 2000-2001. 13.3.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: Quarterly Statistical Release N°7. 13.3.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: Statistics. 13.3.2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

FEFSI: The State of the Investment Funds Industry. 13. 3. 2002. Dostupné z: (<http://www.fefsi.org>).

UNIS ČR: Cíle Unie. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.uniscr.cz>).

UNIS ČR: Kodex. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.uniscr.cz>).

UNIS ČR: Klasifikace. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.uniscr.cz>).

UNIS ČR: Stanovy. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.uniscr.cz>).

UNIS ČR: Statistika. 3.2.2002. Dostupné z: (<http://www.uniscr.cz>).

Právní předpisy

²⁴ Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

²² Zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů.

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.

⁵ Směrnice č. 85/611/EHS o koordinaci zákonů, nařízení a správních předpisů vztahujících se k podnikům kolektivních investic do převoditelných cenných papírů.

²³ Směrnice č. 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů.

Obsah

Úvod	6
Cíl práce	6
Metodika	7
1. Kolektivní investování	8
1.1. Pojem kolektivní investování	8
1.2. Historie kolektivního investování	9
1.2.1. Evropa	9
1.2.2. USA	11
1.2.3. Česká republika	13
1.3. Důvody resp. výhody kolektivního investování	15
2. Fondy	18
2.1. Pojem, základní modely fondů	18
2.2. Charakteristika jednotlivých forem fondů	21
2.3. Konkrétní typy fondů	25
2.3.1. Rozdělení fondů dle orientace investic a složení portfolia	25
2.3.2. Rozdělení fondů dle stupně vázanosti investice	31
2.3.3. Rozdělení fondů dle způsobu rozdělování zisku	32
2.3.4. Rozdělení fondů dle povahy správy portfolia	33
2.3.5. Rozdělení fondů dle geografického zaměření investic	33
3. Popis situace v ČR	34
3.1. Deskripce právní úpravy kolektivního investování v ČR	34
3.1.1. Prameny právní úpravy	34
3.1.2. Vymezení subjektů kolektivního investování v ČR	35
3.1.3. Podílový list, statut fondu	37
3.1.4. Ochrana podílníků a akcionářů	40
3.1.5. Dozor (KCP, depozitář, UNIS ČR)	44
3.1.6. Podnikání zahraničních osob zabývajících se kolektivním investováním	47
3.2. Deskripce a analýza ekonomické situace kolektivního investování v ČR	48
3.2.1. Celkový objem majetku v podílových a investičních fondech	49
3.2.2. Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v OPF	54

4. Popis situace v Evropské unii	58
4.1. Deskripce právní úpravy kolektivního investování	58
4.1.1. Obecné principy zákonodárství ES	58
4.1.2. Prameny komunitární úpravy kolektivního investování	60
4.1.3. Vymezení subjektů kolektivního investování v EU	61
4.1.4. Prospekt	63
4.1.5. Ochrana podílníků a akcionářů	64
4.1.6. Dozor	68
4.1.7. Podnikání institucí kolektivního investování na jednotném trhu EU	71
4.2. Deskripce a analýza ekonomického vývoje kolektivního investování v Evropské unii	72
4.2.1. Celkový objem majetku v UCITS	72
4.2.2. Podíl jednotlivých typů fondů na celkovém majetku v UCITS	76
5. Komparace	79
5.1. Komparace právní úpravy kolektivního investování	79
5.2. Komparace ekonomického vývoje kolektivního investování	83
5.3. Komparace daňového zatížení subjektů kolektivního investování v ČR a Lucembursku	86
6. Návrh kroků ke zlepšení situace v České republice	88
Závěr	92
Seznam zkratk	93
Použitá literatura	94

Thesis 1

ORIGINALITY REPORT

11%

SIMILARITY INDEX

11%

INTERNET SOURCES

3%

PUBLICATIONS

2%

STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1

pravnipredpisy.eu

Internet Source

2%

2

insis.vse.cz

Internet Source

1%

3

is.muni.cz

Internet Source

1%

4

dspace5.zcu.cz

Internet Source

<1%

5

www.atret.com

Internet Source

<1%

6

www.iscs.cz

Internet Source

<1%

7

dspace.vutbr.cz

Internet Source

<1%

8

www.akatcr.cz

Internet Source

<1%

9

dk.upce.cz

Internet Source

<1%

10	dspace.zcu.cz Internet Source	<1 %
11	www.employment.gov.sk Internet Source	<1 %
12	www.kraj-lbc.cz Internet Source	<1 %
13	janamurova.blog.cz Internet Source	<1 %
14	obcan.bubbles.sk Internet Source	<1 %
15	Submitted to University of Economics - Faculty of International Relations Student Paper	<1 %
16	Submitted to Universitaet Hamburg Student Paper	<1 %
17	www.stop-bodum.cz Internet Source	<1 %
18	www.jtbank.cz Internet Source	<1 %
19	dspace.upce.cz Internet Source	<1 %
20	www.esipa.cz Internet Source	<1 %

www.havelholasek.cz

21	Internet Source	<1 %
22	www.acpm.cz Internet Source	<1 %
23	www.konkursni-noviny.cz Internet Source	<1 %
24	www.infinservis.cz Internet Source	<1 %
25	www.wolf.sk Internet Source	<1 %
26	dspace.tul.cz Internet Source	<1 %
27	www.wmsinvest.cz Internet Source	<1 %
28	dev.newtontalk.net Internet Source	<1 %
29	www.podfuck.net Internet Source	<1 %
30	Friedrich Heinemann. "The Benefits of Creating an Integrated EU Market for Investment Funds", ZEW Economic Studies, 2003 Publication	<1 %
31	www.usaidlamp.ba Internet Source	<1 %

32	www.wold.fle.czu.cz Internet Source	<1 %
33	www.sagit.cz Internet Source	<1 %
34	www.psp.cz Internet Source	<1 %
35	www.drshr.sk Internet Source	<1 %
36	es.scribd.com Internet Source	<1 %
37	www.pioneerinvestments.cz Internet Source	<1 %
38	www.cmzrb.cz Internet Source	<1 %
39	vskp.vse.cz Internet Source	<1 %
40	www.europarl.europa.eu Internet Source	<1 %
41	www.vsh.cz Internet Source	<1 %
42	codexisuno.cz Internet Source	<1 %
43	diplomovka.sme.sk Internet Source	<1 %

44	www.obecpolice.cz Internet Source	<1 %
45	Kwakkel, G., C.J.T. de Goede, and E.E.H. van Wegen. "Impact of physical therapy for Parkinson's disease: A critical review of the literature", Parkinsonism & Related Disorders, 2007. Publication	<1 %
46	www.orfeus-cr.cz Internet Source	<1 %
47	www.iks-kb.cz Internet Source	<1 %
48	Submitted to BIBS Student Paper	<1 %
49	is.vsfs.cz Internet Source	<1 %
50	www.supersvet.cz Internet Source	<1 %
51	66.228.127.8 Internet Source	<1 %
52	www.hypernews.cz Internet Source	<1 %
53	theses.cz Internet Source	<1 %

54	"European Business - Facts and figures. Data 1991-2001. 2003 Edition", , 2013. Publication	<1 %
----	---	------

55	www.akro.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

56	aa.ecn.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

57	www.epravo.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

58	si.stranazelenych.net Internet Source	<1 %
----	---	------

59	"Open Innovation: The New Business Paradigm", Open Innovation in the Financial Services, 2009 Publication	<1 %
----	--	------

60	www.law.muni.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

61	www.sis.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

62	www.csob.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

63	svazpp.cz Internet Source	<1 %
----	---	------

64	www.mfcr.cz	
----	--	--

<1 %

65

www.vetkom.cz

Internet Source

<1 %

66

www.spov.org

Internet Source

<1 %

67

www.referaty10.com

Internet Source

<1 %

68

www.zfpinvest.com

Internet Source

<1 %

69

clonewars.cz

Internet Source

<1 %

70

files.sposs.webnode.cz

Internet Source

<1 %

71

aplchem.upol.cz

Internet Source

<1 %

72

Rüdiger Hachtmann. "Nachlese: Bemerkungen zu einigen Neuerscheinungen zur Revolution von 1848/49", Neue Politische Literatur, 2002

Publication

<1 %

73

"Synonym and Trade Name-Cross Index", Sittig's Handbook of Pesticides and Agricultural Chemicals, 2005.

Publication

<1 %

Exclude quotes Off

Exclude matches Off

Exclude bibliography Off