



**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**  
**Institut ekonomických studií**

**Rigorózní práce**

**2008**

**Diana Vostrovská**

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií



**RIGORÓZNÍ PRÁCE**

**Nové možnosti kolektivního investování v ČR**

**(Slibná budoucnost nemovitostních fondů?)**

**Vypracovala: Mgr. Diana Vostrovská**

**Vedoucí: Mgr. Magda Pečená, Ph.D.**

**Akademický rok: 2008**

### **Prohlášení**

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

V Praze dne 12.09.2008

.....

## **ABSTRAKT**

Kolektivní investování prošlo v minulých letech významným rozvojem a v současnosti již hraje na trhu finančního zprostředkování důležitou a nenahraditelnou roli. Novela Zákona o kolektivním investování umožnila vznik nemovitostních fondů ve formě speciálních fondů nebo fondů kvalifikovaných investorů. V úvodu práce je stručně shrnuta situace na trhu kolektivního investování, struktura, historie a současnost. V dalším textu jsou specifikovány zákonné normy, které vznik nemovitostních fondů determinují. Práce čerpá poznatky ze zahraniční praxe, podrobněji jsou popsány nemovitostní fondy v USA a Německu, kde mají investice do nemovitostních fondů svou tradici. Následně jsou analyzovány základní aspekty činnosti nemovitostních fondů, i v kontextu mezinárodní konkurenceschopnosti, prostřednictvím zkoumání charakteristik nepřímého investování do nemovitostí, daňového systému, vývoje lokálního nemovitostního trhu a evropské legislativy.

## **ABSTRACT**

Collective investment in the Czech Republic has gone through significant development during past decades and currently plays an important role on financial markets. The amendment of the Act on Collective Investment enabled the creation of property funds, which can be set up as special funds of qualified investor funds. The study starts with the general overview of the Czech collective investment market its structure, history and present. Furthermore, legal norms which determine the conception of property funds are specified. The study draws from the experience of foreign states and mostly focuses on Germany and USA. Property funds already have their own history there. Last but not least, the main aspects of property funds business are analyzed in context of international competitive advantages by analyzing the characteristics of indirect real-estate investments, tax system, development of the local real-estate market and European legislation.

## Obsah:

<b>1. Úvod, vysvětlení základních pojmů .....</b>	<b>5</b>
<b>2. Základní přehled kolektivního investování v ČR.....</b>	<b>7</b>
2.1. Princip kolektivního investování a subjekty trhu.....	7
2.2. Výhody a nevýhody kolektivního investování.....	9
2.3. Počátky kolektivního investování v ČR a jeho stručný vývoj .....	11
2.3.1. Kupónová privatizace.....	11
2.3.2. 1999 – 2000 Vytváření trhu .....	12
2.3.3. Konsolidace odvětví.....	13
2.4. Právní úprava kolektivního investování v ČR a její vývoj.....	14
2.4.1. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech.....	14
2.4.2. Zákon o kolektivním investování, harmonizace českého právního systému s EU	15
2.4.2.1. Úprava kolektivního investování v Evropské unii .....	16
2.4.2.2. Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování.....	18
2.4.2.3. Zákon o kolektivním investování – vznik nemovitostních fondů? .....	20
2.4.2.4. Problematické body ZKI .....	22
2.4.3. Novela zákona o kolektivním investování .....	24
2.4.4. Speciální fondy nemovitostí.....	26
2.4.5. Fondy kvalifikovaných investorů.....	27
<b>3. Zahraniční zkušenosti .....</b>	<b>29</b>
3.1. Uzavřený model – USA .....	29
3.2. Otevřený model – Německo.....	32
3.3. REITy versus otevřené nemovitostní fondy.....	35
3.4. Krize německých nemovitostních fondů.....	36
3.4.1. Obecná politická doporučení pro fungování nemovitostních fondů .....	38
3.5. Která forma je vhodnější jako předloha pro právní rámec retailových nemovitostních fondů v ČR? .....	39
3.5.1. Možnost investic do realitních trustů v ČR.....	40
<b>4. Otevřené nemovitostní fondy pohledem ekonomické teorie .....</b>	<b>42</b>
4.1. Role informací na trhu otevřených nemovitostních fondů.....	42
4.1.1. Důležitá role informací – vybrané příklady z praxe německých nemovitostních fondů.....	45
4.2. Model optimálních finančních krizí a jeho aplikace na činnost otevřených nemovitostních fondů.....	46
4.2.1. Základní rámec modelu.....	47
4.2.2. Modifikace základního modelu I. – Náklady na likvidaci aktiv .....	51
4.2.3. Modifikace základního modelu II. – Sekundární trh.....	54
4.2.4. Funkce monitoringu .....	55
4.3. Shrnutí .....	56
<b>5. Současnost a budoucnost nemovitostních fondů v ČR .....</b>	<b>58</b>
5.1. Současné možnosti investice do nemovitostí v ČR.....	58
5.1.1. Akciový fond.....	61
5.1.2. Zajištěný růstový fond.....	61
5.1.3. Fond fondů .....	62
5.1.4. „Klasické“ nemovitostní fondy .....	63
5.2. Investice do realit v kontextu vývoje nemovitostního trhu v ČR.....	67
5.2.1. Oceňování nemovitostí.....	68
5.2.1.1. Ocenění cenovým porovnáním.....	69
5.2.1.2. Nákladová metoda.....	70

5.2.1.3. Výnosová metoda .....	70
5.2.2. Český nemovitostní trh a jeho perspektivy .....	71
5.2.3. Identifikace cenové bubliny .....	73
5.2.4. Investiční trh v ČR .....	79
5.3. Daňové aspekty fungování nemovitostních fondů .....	81
5.3.1. Mikro pohled - Analýza konkrétních daňových a účetních aspektů z pohledu fondů a investorů .....	81
5.3.1.1. Účetní a daňové povinnosti pro realitní fondy .....	81
5.3.1.2. Zdanění na úrovni podílníka .....	85
5.3.2. Makro pohled – vliv daňové struktury na sektor fondů kolektivního investování v ČR.....	85
5.4. Další změny v evropské legislativě a jejich dopad na lokální podmínky a případný rozvoj speciálních fondů (nemovitostí) a FKI.....	87
5.4.1. Bílá kniha o zlepšení tržního rámce pro investiční fondy .....	87
5.4.2. Směrnice MiFID.....	90
5.4.3. Česká republika a její budoucí role na evropském trhu kolektivního investování. 91	
5.5. Potenciál využití nemovitostních fondů v kontextu připravovaných lokálních legislativních změn.....	93
5.5.1. Nemovitostní fondy jako zdroj investic pro PPP projekty? .....	94
<b>6. Slibná budoucnost nemovitostních fondů? .....</b>	<b>96</b>
<b>7. Závěr.....</b>	<b>98</b>
<b>8. Použitá literatura a prameny: .....</b>	<b>99</b>
8.1. Monografie a články: .....	99
8.2. Konference: .....	103
8.3. Zákony, směrnice a vyhlášky .....	104
8.4. Rozhovory .....	104
<b>9. Přílohy .....</b>	<b>105</b>

## Seznam grafů a tabulek:

<b>Graf 2-1:</b>	Evropský Investiční Průmysl - čistá aktiva celkem, dle států domicilu fondů, Q4 2006.....	11
<b>Graf 2-2:</b>	Vývoj počtu subjektů kolektivního investování.....	12
<b>Graf 3-1:</b>	Počet REITů a jejich tržní kapitalizace 1971 – 2006.....	30
<b>Graf 3-2:</b>	Procentní výnos REITů překonává významné benchmarky.....	31
<b>Graf 3-3:</b>	Počet německých otevřených nemovitostních fondů a jejich tržní kapitalizace, data k 30.6. daného roku.....	33
<b>Graf 3-4:</b>	Průměrné roční výnosy německých otevřených nemovitostních fondů.....	33
<b>Graf 3-5:</b>	Čisté přítoky do německých otevřených nemovitostních fondů v miliardách EUR.....	37
<b>Graf 4-1:</b>	Optimální kontrakt sdílení rizika.....	49
<b>Graf 4-2:</b>	Optimální kontrakt sdílení rizika s náklady na likvidaci aktiv.....	52
<b>Graf 4-3:</b>	Kontrakt fondů otevřeného typu s náklady na likvidaci aktiv.....	53
<b>Graf 4-4:</b>	Kontrakt otevřeného fondu s možností prodeje aktiv na sekundárních trzích..	55
<b>Graf 5-1:</b>	Průměrná roční výnosnost přímé investice do nemovitosti.....	
<b>Graf 5-2:</b>	Porovnání vývoje kurzu, výchozí srovnávací hodnota: 100,00.....	60
<b>Tabulka 5-3:</b>	Porovnání fondů .....	62
<b>Tabulka 5-4:</b>	Porovnání výnosnosti investic do vzorových portfolií.....	66
<b>Tabulka 5-5:</b>	Členění bilanční sumy podle typu fondu.....	67
<b>Graf 5-6:</b>	Čisté prodeje fondů.....	67
<b>Graf 5-7:</b>	Metoda přímého porovnání nemovitostí.....	69
<b>Graf 5-8:</b>	Metoda nepřímého porovnání nemovitostí.....	70
<b>Graf 5-9:</b>	Zahájené, dokončené a rozestavěné byty v jednotlivých letech 1998-2006.....	74
<b>Graf 5-10:</b>	Ceny nemovitostí – ceny převodů dle daňových příznání.....	75
<b>Graf 5-11:</b>	Ceny bytů ČR.....	75
<b>Graf 5-12:</b>	Průměrné výše hypotéky obyvatelům a ceny převodů dle krajů.....	77
<b>Graf 5-13:</b>	Příspěvky k růstu hypotečních úvěrů domácnostem.....	77
<b>Graf 5-14:</b>	Počty hypotečních úvěrů celkem.....	79
<b>Graf 5-15:</b>	Investiční hodiny – vývoj nájemného na trhu kancelářských prostor.....	83
<b>Tabulka 5-16:</b>	Studie daňové výhody pro FKI v porovnání s typovou holdingovou společností, v tis. Kč.....	84

### **Seznam použitých zkratek:**

AFAM ČR	Asociace fondů a asset managementu ČR
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V
CS	Credit Suisse
ČNB	Česká národní banka
ČS	Česká spořitelna
ČSOB	Československá obchodní banka
DPH	Daň z přidané hodnoty
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
FEFSI	Fédération Européennes des Fonds et Sociétés d'Investissement
FKI	Fond kvalifikovaných investorů
IS	Investiční společnost
KB	Komerční banka
KCP	Komise pro cenné papíry
MF ČR	Ministerstvo financí ČR
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
OPF	Otevřený podílový fond
OTC	Over the counter
REIT	Real Estate Investment Trust
UCITS	Undertakings for collective investment in transferable securities
UNIS ČR	Unie investičních společností ČR
UPF	Uzavřený podílový fond
ZISIF	Zákon o investičních společnostech a investičních fondech
ZKI	Zákon o kolektivním investování



## 1. Úvod, vysvětlení základních pojmů

Kolektivní investování prošlo v minulých letech významným rozvojem a v současnosti již hraje na trhu finančního zprostředkování důležitou a nenahraditelnou roli. Investice do fondů v České republice nejsou tak časté jako v případě jiných států Evropy. Svou důležitou roli sehrál nejen odlišný historický vývoj. V nabídce byly donedávna pouze klasické investiční produkty dostupné kdekoli v Evropě. Pokud neuvažujeme drobné investory, movitější institucionální investoři nebo zahraniční subjekty neměly mnoho důvodů, proč investovat prostřednictvím českých fondů, když například v Lucembursku mohou investovat do srovnatelných produktů za výhodnějších daňových podmínek.

V České republice je dynamický a velmi úspěšný realitní trh, který prodělal během posledních let významný valuační nárůst. Hlavní město Praha je oblíbeným městem developerů a realitních investorů a její kapacity a investiční příležitosti ještě nejsou vyčerpány, jako v jiných evropských metropolích například v Paříži. Pokud by oba výše zmíněné faktory byly uvažovány dohromady, lze implikovat, že realitní fondy v České republice mají významný potenciál rozvoje a také výnosů. Nemovitosti jsou všeobecně vnímány jako velmi stabilní a relativně bezpečné podkladové aktivum, vykazují odlišné investiční charakteristiky ve srovnání jinými instrumenty. Výhodné je mít v investičním portfoliu obsaženy i nemovitosti z důvodu diverzifikace aktiv a sekuritizace.

Na českém finančním trhu jsou k dispozici investiční produkty, které obsahují ve svém názvu slovo „nemovitostní“. Nejedná se však o investici do realit ve smyslu přímého nákupu nemovitosti nebo podílu v nemovitostní společnosti, a proto tyto produkty také vykazují odlišná specifika investice, což může být například vyšší volatilita. **Klasické nemovitostní fondy do svých portfolií nakupují nemovitosti přímo a následně realizují výnosy z pronajímání vlastněných objektů.** Zakládání nemovitostních fondů umožnil nový Zákon o kolektivním investování v roce 2004. Samotný vznik byl technicky možný až po novele tohoto zákona v květnu 2006. Přímá investice do nemovitosti prostřednictvím fondu jako finančního zprostředkovatele byla touto novelou umožněna movitým i drobným investorům. S částkou 1 000 Kč se může kdokoli stát spoluvlastníkem kancelářské budovy nebo obchodního centra a participovat na výnosech z těchto objektů.

Tématem této práce je podrobnější analýza nemovitostních fondů jako relativně nového investičního produktu na českém trhu. V úvodní části je cílem podrobněji zmapovat a následně analyzovat lokální právní prostředí, jeho počátky, vývoj a určité současné nedostatky. V zahraničí již nemovitostní fondy fungují a mají za sebou určitou historii a vývoj. Tyto zkušenosti jsou popsány a následně dány do souvislosti se současnou situací v ČR. Práce se pokusí identifikovat a upozornit na určité související otázky, následně analyzovat zahraniční zkušenosti s krizí tohoto sektoru a opatření, která byla aplikována. Na určité problémy nebude nahlíženo pouze z hlediska zahraniční praxe, ale také pohledem aparátu ekonomické teorie, kde mohou být charakteristické aspekty fungování nemovitostních fondů potvrzeny či vyvráceny.

Hypotéza slibné budoucnosti nemovitostních fondů se primárně vztahuje na Českou republiku, ale bude obohacena i o mezinárodní aspekty. Je zajímavé zhodnotit budoucí potenciál českých nemovitostních fondů v kontextu mezinárodní konkurenceschopnosti a uvážit případné finanční výhody, které mohou nemovitostní produkty představovat.

## **2. Základní přehled kolektivního investování v ČR**

### **2.1. Princip kolektivního investování a subjekty trhu**

Dle aktuálně platného Zákona o kolektivním investování<sup>1</sup> je kolektivní investování definováno jako: „*podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku*“. Princip kolektivního investování stojí na relativně jednoduché myšlence získání finančních prostředků od fyzických osob (individuální investoři) nebo právnických osob (institucionální investoři) a jejich následném použití při podnikání na základě možnosti rozptýlení rizika. Hlavním motivem individuálních či institucionálních investorů je zisk za předpokladů dosažení maximální efektivity, minimalizace a diverzifikace rizika a získání přístupu na trhy obvykle vyhrazené jiným typům investorů.

Kolektivní investování probíhá na kapitálových trzích a investoři sdružují své finanční prostředky investicí do fondů<sup>2</sup>, kde nabývají podílové listy v případě podílových fondů nebo akcie v případě investičních fondů. Profesionální správce za svěřené peníze nakupuje ve větších objemech cenné papíry na kapitálovém nebo peněžním trhu nebo i jiné typy aktiv pokud to zákon připouští. Podílníci potom mají nárok na podíl na zisku v souvislosti s investicí vloženou do aktiv fondu. U zrodu každého podílového fondu stojí v České republice vždy investiční společnost<sup>3</sup>, což je podnikatelský subjekt, který nabízí své služby na poli zhodnocování úspor. Investiční společnost je tedy zodpovědná za obchodování s investičními instrumenty z portfolia fondu, za jejich realizaci a v neposlední řadě za celkovou výkonnost fondů z pohledu podílníků. Tyto společnosti vzhledem k povaze své podnikatelské činnosti podléhají regulaci ze strany státních orgánů.

Nejrozšířenější formou používanou investory a tedy tzv. základním kamenem kolektivního investování je podílový fond. Podílové fondy lze členit podle několika hledisek.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 224/2006 Sb.

<sup>2</sup> Nejrozšířenější forma používaná investory.

<sup>3</sup> Ve světě není vždy 100 % pravidlem, aby za založením investičního fondu stála vždy investiční společnost. Ve světě totiž existují tzv. self-managed fondy, které pod správu investičních společností nespádají.

Nejvýznamnějším je členění z právního pohledu na otevřené fondy (open-end funds) a na uzavřené fondy (close-end funds).

U otevřených fondů<sup>4</sup> není limitován počet emitovaných cenných papírů (podílových listů) a majitelé těchto podílových listů mají právo je kdykoliv odprodat zpět fondu, který má ze zákona povinnost odkoupení. Cena podílového listu je dána tržní hodnotou majetku investičního fondu vydělenou počtem emitovaných cenných papírů. Otevřené investiční fondy jsou oblíbenější a častěji využívanou právní formou, zejména vzhledem ke své vyšší likviditě.<sup>5</sup> Uzavřené podílové fondy mají počet vydaných cenných papírů přesně limitován a navíc tyto není možné nabídnout zpět k odkupu. S podílovými listy se pak může obchodovat na veřejných sekundárních trzích. Jejich cena je tedy určována nejen hodnotou majetku fondu, ale v tomto případě také vztahem mezi nabídkou a poptávkou. Rozdíl mezi cenou aktiv připadající na jeden podílový list a cenou určenou trhem se nazývá prémie<sup>6</sup> (resp. diskont). Investiční fondy s právní subjektivitou mohou být obhospodařovány investiční společností nebo být samosprávné. Investiční fondy dle stávající právní úpravy jsou v ČR vždy ve formě uzavřeného fondu. Forma uzavřených investičních fondů je využívána pro některé typy investic převážně dlouhodobého charakteru, případně pro některé typy speciálních fondů. V ČR se však tato forma začala používat až po novele zákona o kolektivním investování v roce 2006.<sup>7</sup>

Investiční a podílové fondy mohou být klasifikovány podle svých investičních cílů. Tyto „cíle“ jsou většinou součástí názvu fondu, což je pro potenciálního investora první informace, kterou získává a podle které věnuje fondu hlubší pozornost. Podle rizika na trhu se rozlišují dle metodiky klasifikace fondů<sup>8</sup> fondy na: akciové, dluhopisové, peněžního trhu, smíšené, fondy fondů, speciální fond nemovitostí, speciální fond kvalifikovaných investorů. Další složkou je riziko geografické. Kompletní klasifikace fondu je vždy vyjádřena třemi složkami

---

<sup>4</sup> Samotné otevřené fondy se dále rozlišují z hlediska právní subjektivity. V České republice se fondy s právní subjektivitou nazývají investiční fondy, pokud právní subjektivitu nemají, jedná se o fondy podílové.

<sup>5</sup> Aby byly otevřené fondy schopny ve stanoveném termínu odkupovat zpět podílové listy a udržely si pro tento účel dostatečnou likviditu, tvoří vždy přiměřenou část jejich portfolia instrumenty s vyšší likviditou.

<sup>6</sup> Pokud je tržní hodnota vyšší než hodnota aktiv jedná se o prémii, v opačném případě o diskont.

<sup>7</sup> Vzhledem k ne příliš příznivému vývoji v oblasti kolektivního investování v průběhu a po konci kuponové privatizace a negativními zkušenostmi z četných přeměn fondů na holdingy byla v zájmu větší ochrany investorů stanovena povinná přeměna všech uzavřených podílových fondů na otevřené. Podrobněji v kapitole 2.3.1.

<sup>8</sup> Jedná se o metodiku závaznou pro členy Asociace fondů a asset managementu ČR (dříve Unie investičních společností ČR) vypracována k 13. 6. 2006 na základě obecné metodologie vydané Evropskou federací investičních společností a fondů, FEFSI (v současnosti EFAMA, European Fund and Asset Management Association)

s tím, že jedna složka určuje riziko trhu, druhá složka riziko geografické a třetí, zda jde o fond zajištěný (závazek fondu návratnosti investované částky nebo její části) nebo nezajištěný.

Z hlediska distribuce zisků lze fondy rozlišit na růstové (reinvestice všech zisků) a výnosové (pravidelná výplata dividend podílníkům). Dále je možné identifikovat rozličné přístupy k tvorbě a řízení portfolia fondů. Pasivní technika je styl investičního řízení, jehož cílem je dosáhnout výkonnosti odpovídající výkonu trhu nebo indexu. Charakteristickým představitelem jsou například indexové fondy, které kopírují složení srovnávacího indexu. Naopak při aktivní technice řízení portfolia jsou podstatné úpravy portfolia velmi časté a správci portfolií se na základě rozsáhlých investičních analýz snaží na trhu zjistit možnosti a následně využít příležitosti nadstandardních zisků.<sup>9</sup>

Na trzích kolektivního investování vystupuje další důležitý subjekt, kterým je depozitář. Ze zákona mají investiční fondy povinnost ve svém statutu předem určit svého depozitáře, tzn. právnickou osobu<sup>10</sup> právně i majetkově oddělenou od investiční společnosti, která zajišťuje úschovu majetku fondu, plní příkazy týkající se disponování se svěřeným majetkem a také kontroluje dodržování zákonů a statutárních pravidel. Funkce depozitáře byla zakotvena do právní úpravy kolektivního investování zejména pro ochranu investorů, resp. pro ochranu jejich aktiv.<sup>11</sup>

## **2.2. Výhody a nevýhody kolektivního investování**

Významnou výhodou je skutečnost, že potenciální investor nemusí mít žádné znalosti v jednotlivých oborech své investice. Svěřuje své peněžní prostředky obchodní společnosti, která v mezích zákona investuje do různých oborů. Samotnou strategii jednotlivých investičních společností a investičních fondů lze přizpůsobit různým zájmům investorů. Další předností tohoto způsobu investování je diverzifikace rizika, která spočívá v odborně

---

<sup>9</sup> Teoretickou oporou pasivního způsobu řízení portfolia je předpoklad efektivně fungujících trhů, které korektně oceňují obchodovaná aktiva, čímž poskytují malý prostor pro systematické překonávání výkonu trhu a vydělávat na cenových distorzích. Časté cenové distorze však naopak předpokládá aktivní způsob, který se je snaží pomocí podrobných informací a znalostí identifikovat a vydělávat abnormální výnosy.

<sup>10</sup> Dle českých zákonů může tuto funkci vykonávat pouze banka

<sup>11</sup> Depozitář drží aktiva fondu a plní příkazy správcovské společnosti ohledně nakládání se svěřenými aktivy. Úkolem depozitáře je kontrola nad souladem jednotlivých investic s právní úpravou a statutem příslušného fondu. Kontrola správnosti samotné investiční politiky již povinností depozitáře není. Činnost depozitáře v sobě tedy určitým způsobem spojuje dozorovou roli (veřejná moc) a roli komerčního smluvního vztahu.

sestavené struktury portfolia fondů. Subjekty kolektivního investování navíc vzhledem k povaze své podnikatelské činnosti podléhají regulaci ze strany státních orgánů. Kolektivní investování musí probíhat v souladu se zákony a je podloženo licenčním povolením.<sup>12</sup> Za předpokladu kvalitní právní úpravy je riziko snižováno i tím, že fondy podléhají doзору speciálně určených institucí<sup>13</sup>. Další okruh argumentů ve prospěch kolektivního investování pramení z úspor z rozsahu a z možnosti využívat moderní informační systémy. Bez kvalifikovaných informací se pravděpodobnost ztráty zvyšuje.<sup>14</sup>

Fondy mají i nevýhody. Někteří investoři mohou pociťovat tzv. ztrátu investiční volnosti. Vzhledem k velkému počtu investorů jednotlivec ztrácí možnost výrazněji ovlivňovat zaměření investic v portfoliu. Na druhou stranu, vzhledem ke stále rostoucí nabídce investičních fondů a jejich specializaci, se už o výrazné nevýhodě nedá hovořit. Stejně jako v jiných odvětvích služeb, i při investování do fondů jsou účtovány poplatky, které snižují výnos podílníka. Jedná se o vstupní a výstupní poplatek z fondu, dále poplatky za správu fondů a nákup a prodej podílových listů.

Pro ekonomiku je fondový průmysl důležitý z několika aspektů: akumuluje nejen úspory domácností, ale také institucionálního kapitálu. Navíc, pokud jsou v daném státě vhodně nastaveny podmínky pro činnost fondů, ty se stávají lákadlem pro zahraniční kapitál. Všechny tyto faktory potom díky pákovému efektu generují větší zisky pro státní pokladnu a vyšší zaměstnanost. Pro činnost samotných fondů jsou využívány firmy (auditoři, účetní, atd.) tyto firmy generují zisky a zaměstnávají kvalifikovanou pracovní sílu. Pro státní ekonomiky jsou tyto konsekvence velmi příznivé a žádoucí. Je tedy světovým trendem toto odvětví podporovat, rozvíjet a lákat kapitál. Jednou z efektivních pobídek jsou například nižší daňové sazby.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Seznam licencovaných obchodníků je uveden na stránkách ČNB (dříve Komise pro cenné papíry) [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz) v sekci „Seznam subjektů“.

<sup>13</sup> Tato skutečnost na vyspělých kapitálových trzích významně snižuje riziko, že se investor stane obětí neetického jednání. Diskutabilní je samozřejmě, jak tomu bylo v ČR zejména v období transformace. Detailněji bude tato otázka rozebrána v podkapitole 2.3.2.

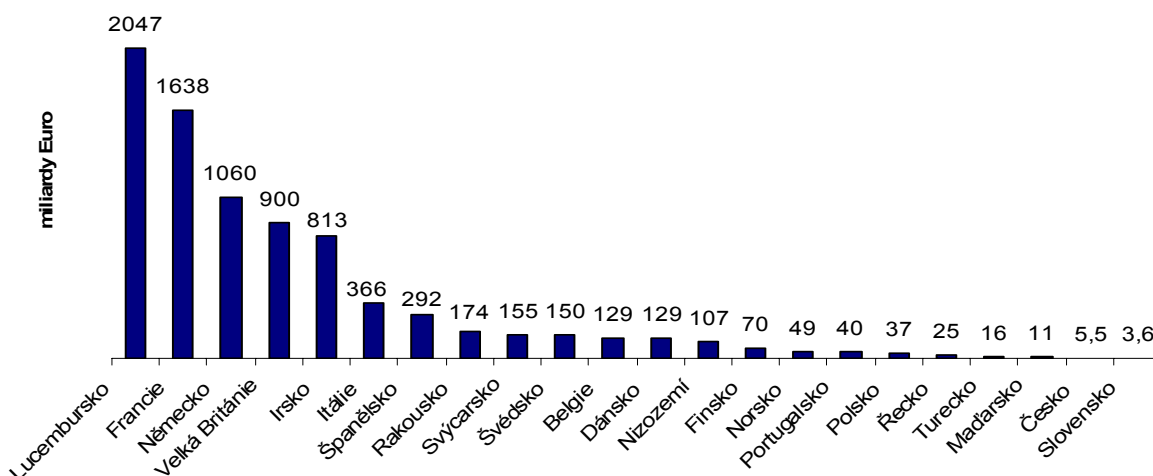
<sup>14</sup> Této skutečnosti oponuje Teorie efektivního trhu, Liška, Gazda (2004), str. 138: „Všechny výše uvedené empirické důkazy nám tedy dovolují vyslovit závěr, že z praktického hlediska představují vyspělé kapitálové trhy takové trhy aktiv, na nichž ceny konají náhodnou procházku v okolí vnitřní hodnoty aktiva, tj. změny cen cenných papírů představují náhodné fluktuační okolo jejich vnitřní (skutečně ekonomické) hodnoty.“

<sup>15</sup> V ČR jsou například výnosy fondů zdaněny pouze 5% a příjem z prodeje podílových listů osvobozen od daně z příjmu v případě FO (pokud nejsou podílové listy zahrnuty v obchodním majetku a pokud od nákupu uběhlo alespoň 6 měsíců. Dividendy firem jsou zdaňovány 15% srážkovou daní. Aktuální sazby daně k 1.1.2008. Více v kapitole 5.3.1.2.

## 2.3. Počátky kolektivního investování v ČR a jeho stručný vývoj

Na rozdíl od vyspělých tržních ekonomik, které nebyly ovlivněny desítkami let normalizace a centrálně plánovaného hospodářství, mají počátky kolektivního investování v ČR svá významná specifika, která rozvoj tohoto sektoru výrazně ovlivnila. Přestože se během uplynulých let trh kolektivního investování vyvíjel poměrně intenzivně, z grafu 2.1. můžeme získat představu o tom, jaký prostor pro další růst českého trhu kolektivního investování zůstává otevřen. Období vývoje kolektivního investování lze rozdělit přibližně na tři rozdílná vývojová období.

Graf 2-1: Evropský Investiční Průmysl - čistá aktiva celkem, dle států domicilu fondů, Q4 2006



zdroj: EFAMA, Quarterly Statistical Release (2007, Q3)

### 2.3.1. Kupónová privatizace

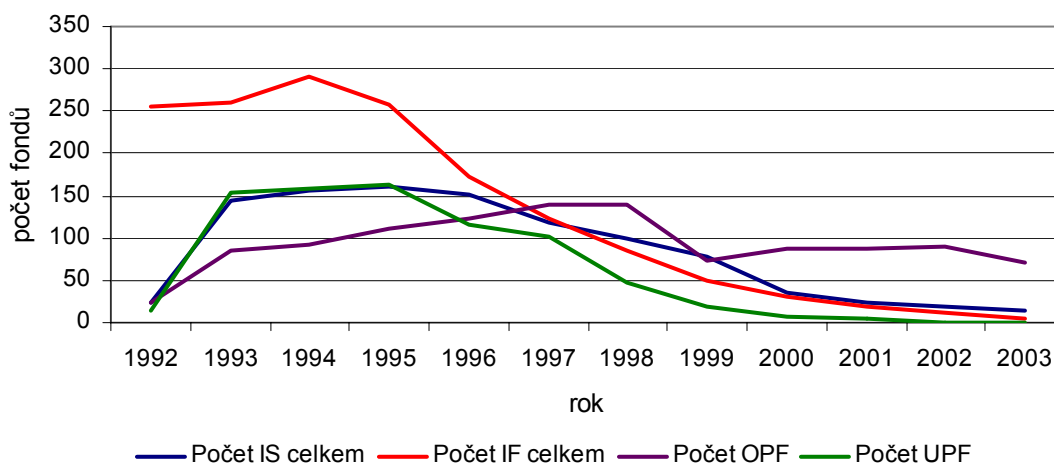
Silný impuls vzniku investičních fondů dala kupónové privatizace. Po roce 1989 bylo nutné provést rozsáhlé hospodářské reformy, důležitá pro vývoj dalšího tržního hospodářství byla také okamžitá transformace vlastnických vztahů. Transformace měla proběhnout rychle a i proto byla zvolena netradiční metoda kuponové privatizace. Kromě hlavního cíle, kterým byla rychlá privatizace státního majetku, byl také sledován zájem položit základy pro budoucí rozvoj kapitálového trhu.

První vlny privatizace se zúčastnilo neuvěřitelných 8,5<sup>16</sup> mil. občanů, ti měli možnost buď investovat své body individuálně nebo prostřednictvím investičních privatizačních fondů. Vysoká účast byla způsobena zejména masivní reklamní kampaní<sup>17</sup> investičních fondů, do kterých investovalo 6,3 miliónů obyvatel. Druhá vlna měla ve věci zájmu o fondy v podstatě stejný scénář. Na rozdíl od zahraničí, kde vznikaly fondy jako alternativní prostředek zhodnocení úspor, u nás byl vznik kolektivního investování úzce spjat s možností investovat pouze investiční body. Investiční portfolia byla úzká vzhledem k možnosti investovat pouze do akcií z kupónové privatizace a nutnost investovat maximum získaných investičních bodů vedla správce fondů k neuváženému nákupu v podstatě jakýchkoliv akcií.

### 2.3.2. 1999 – 2000 Vytváření trhu

Poprvé se začaly objevovat na trhu i fondy, které přímo s kupónovou privatizací neměly nic společného. Klíčové pro toto období byla probíhající selekce trhu od neseriózních subjektů a přeměna fondů na holdingy.

Graf 2-2: Vývoj počtu subjektů kolektivního investování



Zdroj: UNIS ČR, AKAT ČR, KCP

<sup>16</sup> Původně se očekávala účast zhruba jen poloviční. Viz Mejstřík (1994)

<sup>17</sup> Za kuponovou knížku v hodnotě 1000 Kč slibovali investiční společnosti vyplacení až desetinásobku.



Pro tuto fázi je charakteristický neúčinný státní dozor nad kapitálovým trhem a podnikáním fondů. Fondy navíc našly způsob, jak se ze státní regulace zcela vymanit. Začaly se přeměňovat na holdingy. Vše vyvrcholilo krizí kolektivního investování, která vyústila v silnou nedůvěru veřejnosti. Klesaly ceny akcií a podílů fondů, narůstaly neúměrně diskonty, čímž se znehodnocoval majetek investorů. Stát tuto situaci řešil zvýšením regulace trhu a následným založením Úřadu pro cenné papíry při Ministerstvu financí ČR (dále jen MF ČR) a posléze Komise pro cenné papíry (dále jen KCP). Z iniciativy samotných investičních společností vznikla také Unie investičních společností ČR<sup>18</sup> (dále jen UNIS ČR) jako samoregulační orgán.

### **2.3.3. Konsolidace odvětví**

Výrazně zvýšená regulace a tudíž i transparentnost měly za následek pozitivní zvýšení zájmu investorů o zhodnocování úspor prostřednictvím otevřených podílových fondů. K tomuto trendu napomohla novela tehdejšího zákona, která stanovila přeměny uzavřených podílových fondů a investičních fondů na otevřené podílové fondy. Byly posíleny funkce depozitáře a státního dozoru a zásadním způsobem byla prohloubena informační povinnost investičních společností a investičních fondů. Trh se zcela vyčistil. Masivněji začínají pronikat do ČR zahraniční subjekty kolektivního investování.

Důležitým rokem v krátké investiční historii byl vstup ČR do EU, harmonizace práva<sup>19</sup> kolektivního investování a s ním spojená širší nabídka fondů a dalších investičních možností. Právě novým investičním možnostem, speciálně nemovitostním fondům bude v následných kapitolách věnován široký prostor.

---

<sup>18</sup> V lednu 2006, v souvislosti s vývojem na evropské úrovni, rozšířila UNIS ČR svou působnost na oblast asset managementu. Zároveň došlo ke změně názvu na Asociaci fondů a asset managementu ČR (dále jen AFAM ČR).

<sup>19</sup> Nahrazení ZISIF zákonem o kolektivním investování, podrobněji v kapitole 2.4.2.

## **2.4. Právní úprava kolektivního investování v ČR a její vývoj**

### **2.4.1. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech**

První fondy byly zakládány již během první vlny kupónové privatizace. V tomto období byla oblast kolektivního investování provizorně ošetřena nejprve zvláštním povolením § 14 odst. 2 zákona 158/1989 Sb. o bankách a spořitelnách, následně od roku 1991 zákonem č. 92/1991 Sb. o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, a nařízením vlády ČSFR č. 383/1991 Sb. o vydávání a použití investičních kupónů. V tomto dočasném období, kdy ještě nestačila vstoupit v platnost řádná právní úprava kolektivního investování, však vzniklo nejvíce privatizačních skupin, které navíc získaly největší privatizační podíly, a některé instituce kolektivního investování stihly vzniknout ještě dříve než jejich samotná právní úprava.

Zákon č. 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen ZISIF) vstoupil v platnost roku 1992 a všechny v té době již existující subjekty se staly předmětem působnosti tohoto zákona. Přestože původní záměr vzniku zákona byl dosti specifický, umožnit pokud možno co nejhladší průběh kupónové privatizace, tento zákon byl v platnosti i po privatizaci a upravoval oblast kolektivního investování celých 12 let.

Zákon již obsahoval určité regulační prvky, které měly zabezpečit ochranu investorů. Jednalo se především o informační povinnost, vznikla povinnost vytvářet statut fondu, který měl obsahovat vymezení a zaměření investiční politiky, výši poplatků a úplaty za správu podílového fondu a v neposlední řadě zásady hospodaření fondu. Dále šlo o požadavky na právní formu, nově vznikla funkce depozitáře a byla regulována výše úplaty za správu investičního či podílového fondu. I přes tuto snahu ochránit investory byl však ZISIF příliš liberální.<sup>20</sup> Čas následně prokázal, že přílišnou ochranu akcionářům a podílníkům nezaručil. Hlavními nedostatky byl nedostatečný dohled<sup>21</sup> nad subjekty kolektivního investování a neurčená odpovědnost správce. Právní úprava byla dosti podceněna, což vyústilo v již zmíněnou vážnou krizi kolektivního investování a s ní spojenou nedůvěru veřejnosti.

---

<sup>20</sup> Způsoby porušování zákona o investičních společnostech a investičních fondech, viz Liška, Gazda (2004)

<sup>21</sup> Dozor měl do roku 1997 na starosti odbor Ministerstva financí, který byl následně přeměněn na Úřad pro cenné papíry. V roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry.

Zásadnější novely se ZISIF dočkal v roce 1998.<sup>22</sup> Ústředním bodem novely se stalo ustanovení povinné přeměny investičních uzavřených podílových fondů na otevřené podílové fondy, které mělo dle zákonných podmínek proběhnout do 31. prosince 2002. Pro transformující se fondy byly definovány podmínky ohledně diskontu a likvidity.<sup>23</sup>

Novela také zcela zakázala přeměny investičních společností a fondů na jiné podnikatelské subjekty. Dále nově povolila nákupy podílů otevřených podílových fondů do portfolia, čímž umožnila vznik fondů fondů. Nové úpravy se také dočkaly podmínky přeměny, splynutí a sloučení fondů. Povinný minimální základní kapitál investičních společností byl zvýšen na 20 mil. Kč, zavedena byla povinnost zveřejnění skladby portfolií. Další změny se týkaly limitů pro diverzifikaci a nabývání jednotlivých titulů do portfolia.

#### **2.4.2. Zákon o kolektivním investování, harmonizace českého právního systému s EU**

Výše zmíněno, ZISIF byl původně vytvořen pro účely kupónové privatizace a i přes několik novel se tehdejší stav legislativy kolektivního investování stal s přibližujícím se vstupem ČR do Evropské unie nevhodný a neudržitelný. Proto byl v roce 2004 vytvořen a přijat nový zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování, který znamenal mnoho změn v této oblasti. Nový zákon vycházel zejména z evropských direktiv v oblasti kolektivního investování s přihlédnutím k obecné úpravě kapitálových trhů. Vzhledem k této skutečnosti bude samotné analýze zákona o kolektivním investování předcházet nejprve stručný přehled regulace subjektů kolektivního investování v Evropské unii.

---

<sup>22</sup> Provedená zákonem č. 124/1998 ze dne 13. května 1998.

<sup>23</sup> Obchodníci s CP si od této povinné přeměny slibovali vysoké zisky, proto byla z obavy, že někteří investoři využijí proces otevírání pouze jako krátkodobou investiční příležitost k inkasování diskontů a následnému rychlému odlivu prostředků, dána fondům možnost uplatňovat srážku při odkupu v maximální výši 20% v prvním a 10% ve druhém roce od otevření fondu. Na rozdíl od běžné srážky, která je výnosem investiční společnosti, připadly tyto zvláštní srážky do majetku fondu a zvyšoval se tak podíl investorů, kteří ve fondu zůstali. Díky zvýšenému zájmu investorů pak klesly průměrné diskonty z 33,9% na 14 %, což však paradoxně oddálilo otevření některých fondů.

#### 2.4.2.1. Úprava kolektivního investování v Evropské unii

Evropská unie začala oblast kolektivního investování regulovat již v roce 1985<sup>24</sup>, kdy byla přijata první tzv. směrnice UCITS I<sup>25</sup>. Cílem byla především harmonizace práva jednotlivých členských států, zjednodušení povolovacích a schvalovacích procesů a následný volný pohyb služeb a kapitálu, tzn. poskytování přeshraničních služeb. Jednalo se o princip tzv. evropského pasu. Jako „subjekty UCITS<sup>26</sup>“ potom direktiva označila takové subjekty, jejichž jedinou činností je kolektivní investování majetku získaného od veřejnosti do převoditelných cenných papírů na základě rozkládání rizika.

Počátkem roku 1991 byla projednávána novelizovaná směrnice, tzv. UCITS II. Schválena byla novela směrnice dočkala 4.12.2001<sup>27</sup>. Jednalo se o tzv. UCITS III Direktivu<sup>28</sup>, která je dále založena na dvou stěžejních částech: tzv. Product Directive<sup>29</sup> (produktová direktiva) a Management Directive<sup>30</sup> (řídící direktiva).

Management Direktiva se týká především samotného řízení investičních společností, zejména se snaží předcházet případným konfliktům zájmů mezi investory a manažery fondů. Směrnice se zabývá přístupem investičních společností ke spravování majetku a zajištěním bezpečného zhodnocování majetků investorů.

Hlavními body směrnice jsou velikost přiměřeného kapitálu investičních společností nebo nastavení pravidel pro využívání outsourcingu. Úplnou novinkou bylo zavedení tzv. zjednodušeného statutu. Ten měl v jednoduché formě, přibližně na dvou stranách, podat potenciálnímu investorovi nejdůležitější informace, které jsou následně rozvedeny v plném znění statutu fondu. Nejedná se však pouze o výtah ze statutu fondu. Zjednodušený statut se

---

<sup>24</sup> Evropská směrnice Rady ze 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (85/661/EHS)

<sup>25</sup> UCITS = undertakings for collective investment in transferable securities

<sup>26</sup> Kromě UCITS subjektů existují na evropském trhu také subjekty, které požadavky stanovené směrnicí nespĺňují nebo neinvestují pouze do převoditelných cenných papírů. Takové subjekty podléhají jednotlivým národním legislativám a nazývají se non-UCITS.

<sup>27</sup> Schválení novely UCITS direktivy předcházelo schválení tzv. Financial Services Action Plan, který zařadil novelizaci UCITS direktivy mezi úkoly s vysokou prioritou evropských finančních trhů.

<sup>28</sup> Direktiva UCITS III vstoupila v platnost až 13.02.2002 vyhlášením v Official Journal L 41.

<sup>29</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/108/ES ze dne 21. ledna 2002, kterou se mění směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů s ohledem na investice SKIPCP.

<sup>30</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES ze dne 21. ledna 2002, kterou se mění směrnice rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů s ohledem na regulaci správcovských společností a zjednodušené prospekty.

v některých rysech liší, obsahuje například výkonnostní grafy, které se v běžných statutech neuvádějí.

Produktová směrnice nově definovala pojem převoditelných cenných papírů a nástrojů peněžního trhu<sup>31</sup>, čímž rozšířila možnosti investičních příležitostí a také rozsah a typy investičních instrumentů, které mohou investiční společnosti nakupovat do svých portfolií. Tato novinka měla přispět k inovaci a rozšíření produktové nabídky jednotlivých investičních společností. Očekávanou novinkou, kterou direktiva UCITS III umožnila, bylo také zpřístupnění hedge fondů<sup>32</sup> investorům. Veřejný prodej samotných hedge fondů sice povolen přímo nebyl, ale byly liberálněji nastaveny podmínky pro využívání technik a nástrojů a bylo umožněno použití derivátů za účelem zajištění ale i plnění investičních cílů.

Důležitými body Direktivy UCITS III jsou také určení rozsahu závazků, byl zvýšen důraz na řízení a analýzu rizik. Standardizován je způsob výpočtu celkových nákladů fondu, tzv. TER (Total Expense Ratio), které musí fondy povinně zveřejňovat. Změn doznaly řadě také investiční hranice<sup>33</sup> a podíly, které jsou zavazující pro manažery fondů.

---

<sup>31</sup> Za převoditelné cenné papíry se považují akcie společností a nástroje s nimi ekvivalentní, dluhopisy a jiné formy sekuritizovaného dluhu, obchodovatelné cenné papíry, které spojují právo nabytí převoditelných cenných papírů. Za nástroje peněžního trhu jsou považovány nástroje, které se obchodují na peněžním trhu, jsou likvidní a lze z nich kdykoliv určit cenu.

<sup>32</sup> Pojem hedge fondů lze dnes označit širší spektrum fondů, které využívají nejrůznější techniky a přístupy ke tvorbě portfolia. Původně se jednalo o nákup akcií a dluhopisů a proti nim se zajišťovaly hedge fondy krátkými pozicemi. Odtud tedy název hedge (= zajištěné). Postupně se strategie fondů stala agresivnější, krátké pozice jsou stále využívány, ale tyto fondy využívají řadu dalších technik jako pákový efekt, atd. Obecně tyto fondy nevyhovovaly státním regulacím, z důvodu značné informační uzavřenosti, omezení možností nákupů a prodejů cenných papírů a v neposlední řadě také proto, že minimální investice se pohybovaly v řádech milionů amerických dolarů.

<sup>33</sup> Pro akcie a peněžní trh platí pravidlo 5/10/40 % , což znamená, že fond může maximálně investovat 10% do akcií nebo peněžních instrumentů od jednoho emitenta a suma podílů od 5% do 10% nesmí překročit 40% hodnoty celého portfolia. U dluhopisů byla stanovena hranice z 20% na 35% a u zástavních listů z 20% na 25%.

#### 2.4.2.2. Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování

Se vstupem České republiky do Evropské unie, 1.5. 2004, vstoupil v platnost nový zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování (dále jen ZKI).<sup>34</sup> Tento zákon nahradil dosavadní právní úpravu kolektivního investování doposud obsaženou v Zákoně o investičních společnostech a investičních fondech z roku 1992. Cílem nové právní úpravy byla především harmonizace českého práva v oblasti kolektivního investování s evropskou direktivou UCITS III. Na přípravě zákona spolupracovalo Ministerstvo financí ČR, Komise pro cenné papíry a Unie investičních společností. Klíčovým bodem nového zákona byla nová klasifikace investičních fondů. Fondy kolektivního investování mohly nově nabývat formy standardního nebo speciálního fondu. Základním rozdílem mezi těmito dvěma typy bylo právo, podle kterého se řídily.

Standardními fondy jsou fondy splňující požadavky evropského práva, tzn. pravidla, jimiž se fond musí řídit, jsou harmonizována v rámci všech států Evropské unie. Standardní fondy mohly investovat do akcií, dluhopisů a nástrojů peněžního trhu obchodovaných na regulovaných trzích v EU i jiných státech; do cenných papírů jiného standardního nebo speciálního fondu, vkladů u tuzemských i zahraničních bank; burzovních i mimoburzovních<sup>35</sup> finančních derivátů, nejen za účelem zajištění, ale i k plnění investičních cílů; neregistrovaných investičních cenných papírů a nástrojů peněžního trhu<sup>36</sup>. Vzhledem k harmonizovanému právnímu prostředí mohou standardní fondy své podílové listy nabízet, prodávat a následně zpětně odkupovat ve všech státech Evropské unie pouze na základě zjednodušené procedury (evropský pas), tzn. bez udělení licence příslušného regulátora v jiném členském státě, než ve kterém má sídlo.<sup>37</sup>

---

<sup>34</sup> Nový zákon byl připravován již od roku 2000, původně se počítalo s účinností od 1.1. 2003, nicméně zdržení způsobilo odložené projednávání v poslanecké sněmovně a také společné projednávání s ostatními zákony týkajícími se kapitálových trhů.

<sup>35</sup> Jedná se o mimoburzovní over-the-counter (OTC) deriváty, které se neobchodují na konkrétním místě (burze) a jejich vlastnosti a podmínky obchodování nejsou standardizovány. Jsou v podstatě ušity namíru obchodním partnerům. Nejčastěji se jedná o swapy, mimoburzovní opce, atd.

<sup>36</sup> KCP (2004a)

<sup>37</sup> Tzv. evropský pas umožňuje fondům splňujícím zákonné normy (UCITS fondy) veřejně nabízet, vydávat, prodávat a zpětně odkupovat cenné papíry fondů kolektivního investování v jiném státě EU. Zároveň umožňuje investičním společnostem se sídlem v některém z členských států poskytovat svoje služby na území jiného státu. Pro stávající investory se zavedením evropského pasu nic nezměnilo, pouze fondy, které změnilly svůj statut ze speciálního na standardní fond cenných papírů mohly změnit lehce svoji politiku na poněkud liberálnější nabývání některých typů aktiv a potenciálně rizikovější. Evropský pas tedy představuje jakousi „záruku“, že fondy fungující v jeho režimu úspěšně implementovaly evropské směrnice a potenciální investor může bez obav investovat do takového fondu, aniž by byl detailněji seznámen s příslušnou národní legislativou.

Speciální fondy nepodléhají žádné harmonizaci a jejich právní úprava byla zcela ponechána v kompetenci jednotlivých členských států. V tomto případě se jednalo o zcela nové typy fondů, dosud neznámé na českém kapitálovém trhu<sup>38</sup>. Tento typ fondů měl investorům přinést nové možnosti rozšíření jejich dosavadních portfolií o zajímavé instrumenty, deriváty případně nemovitosti.

- Speciální fond nemovitostí měl být největším „trhákem“ nového zákona o kolektivním investování. Vzhledem k vysoké oblibě nemovitostí v ČR si od možnosti investovat do realitních fondů investoři slibovali relativně stabilní a výnosnou investici.<sup>39</sup>
- Speciální fond cenných papírů<sup>40</sup> se od klasického standardního fondu cenných papírů lišil pouze co se týče širších možností nástrojů a v limitech pro diverzifikaci.
- Speciální fond rizikového kapitálu se soustřeďoval na investice do cenných papírů a nástrojů peněžního trhu, které nebyly přijaty k obchodování na veřejném trhu. Pro ochranu investorů musela být ve statutu fondu zmíněna nadprůměrná rizikovost fondu a investice jednoho investora musela činit minimálně 2 mil. Kč.
- Speciální fond derivátů umožňoval investici do finančních nebo komoditních futurit, opcí a dalších derivátů. Minimální investice byla nastavena velmi vysoko, na 10 mil. Kč, především z důvodu nadprůměrné rizikovosti fondu, které může být ještě zvýšeno pákovým efektem.
- Speciální fond fondů se od standardního fondu fondů lišil pouze v možnosti investice do speciálních fondů. Speciální fond mohl investovat maximálně 25% svého majetku do cenných papírů vydaných jiným fondem, zároveň výroční zpráva speciálního fondu fondů musela obsahovat hospodářské výsledky fondů, do nichž bylo investováno.

---

<sup>38</sup> Do kategorie speciálních fondů v té době patřily také stávající fondy, jejichž politika sice odpovídala standardním fondům, ale dosud neprovedly příslušnou změnu svého statutu.

<sup>39</sup> Vzhledem k tématu této diplomové práce bude tématu speciálního fondu nemovitostí stanoveného zákonem o kolektivním investování věnován prostor v následující kapitole.

<sup>40</sup> Speciálním fondem cenných papírů byl po 1.5.2004 automaticky každý fond, který vznikl podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Pokud měl tento fond zájem stát se fondem standardním využívajícím výhod evropského pasu, musel být změněn prospekt fondu a ten schválen Komisí pro cenné papíry.

- Speciální fond smíšený představoval pouze celkovou možnost investovat do všech výše uvedených aktiv u speciálních fondů.

Nový ZKI zavedl dále zcela novou formu prezentace politiky fondu v tzv. zjednodušeném statutu. Ten má za cíl umožnit investorům stručné seznámení s nabídkou příslušného fondu a také snadnější srovnání s ostatními nabízenými fondy. Nové možnosti byly otevřeny povolením tzv. asset managementu, tzn. investičním společností přibyla možnost obhospodařování majetku individuálním klientům. Dále byla stanovena hranice minimální výše kapitálu fondu kolektivního investování na 50 milionů Kč. Této hodnoty mělo být dosaženo do jednoho roku od udělení povolení k činnosti fondu.

#### 2.4.2.3. Zákon o kolektivním investování – vznik nemovitostních fondů?

Jak výše uvedeno, reforma právní úpravy kolektivního investování přinesla mnoho změn. Kromě toho však přinesla instituty, se kterými investiční veřejnost nebyla v České republice doposud zvyklá pracovat. Takovou inovací byly například i speciální fondy nemovitostí. Tyto fondy představovaly nové požadavky na aktivní řízení a správu (nemovitostního) majetku investičními společnostmi. Na vyspělých trzích, zejména v Německu byly v té době nemovitostní fondy velmi oblíbené a velký zájem se předpokládal i u nás. Před 1. květnem 2004 bylo možno investovat do realit, nicméně možnosti rozvoje realitního sektoru kolektivního investování byly velmi omezené. S investicí do nemovitostí počítal tehdy platný zákon o investičních společnostech a investičních fondech pouze v případě investičních fondů<sup>41</sup> a u podílových fondů ZISIF nepočítal s investicemi do realit vůbec.

Zákon o kolektivním investování tedy poprvé přinesl možnost investovat do speciálních fondů nemovitostí. Nemovitostní fondy mohly být zakládány formou investičních fondů či otevřených nebo uzavřených podílových fondů. Samotná úprava speciálního fondu nemovitostí byla ale v ZKI velmi stručná, obsažena v jediném ustanovení zákona.

---

<sup>41</sup> Vzhledem k okrajovosti investičních fondů na jaře roku 2004 působily pouze 2 aktivní investiční fondy, neměla tato možnost reálný význam.



Dle §53 zákona 189/2004 Sb. o kolektivním investování se investicemi do nemovitostí rozumí:

- a) *koupě pozemku*
- b) *výstavba budovy za účelem její správy*
- c) *koupě budovy za účelem rekonstrukce nebo správy, nebo*
- d) *nabytí účasti na právnické osobě, jejímž předmětem podnikání je činnost uvedená v písmeni b)*

Jak vyplývá z citace zákona, realitní fondy měly možnost investovat nejen přímo do nemovitostí, ale také do podílu v realitních společnostech. Fond však směl investovat pouze do podílů v realitních společnostech, jejichž předmětem podnikání je pouze výstavba budovy za účelem její správy. Podílové listy speciálního fondu nemovitostí musely mít jmenovitou hodnotu nebo aktuální hodnotu v době vydání nejméně 1 mil. Kč a minimální vstupní investice byla stanovena na 2 mil. Kč. Účast v jedné nemovitosti nebo společnosti nesměla tvořit více než 20% hodnoty celého portfolia.<sup>42</sup> Fond byl také oprávněn uzavřít smlouvy o úvěru nebo o půjčce se splatností nejdéle šest měsíců, a to do výše 10%<sup>43</sup> svého majetku.

Nemovitost v majetku nemovitostního fondu měla být ze zákona oceňována odhadcem, cenou obvyklou na konci každého účetního období. Toto ocenění mělo být následně promítnuto do účetnictví fondu.<sup>44</sup> Depozitářem portfolia nemovitostních fondů měla být dle ZKI standardně banka, která měla držet majetek fondu kolektivního investování v úschově (tzv. custody funkce) a dále měla v zákonem určeném rozsahu kontrolovat fungování fondu (tzv. kontrolní funkce). Vzhledem k předpokladu dlouhodobé povahy investice do nemovitostí měla být tato skutečnost uvedena ve statutu fondu stejně jako upozornění o nadprůměrné rizikovosti.

---

<sup>42</sup> Tento limit však nemusel být dodržován po dobu dvou let od udělení povolení k vytvoření podílového fondu.

<sup>43</sup> Omezení přijímání úvěrů a půjček 10% z objemu majetku speciálního fondu nemovitostí představuje značné snížení konkurenceschopnosti případně zakládaných domácích nemovitostních fondů oproti zahraničním.

<sup>44</sup> Jedná se o zanesení do účetnictví ve smyslu ustanovení § 27 odst. 1 písm. d) zákona o účetnictví, které vyžaduje přecenění reálnou hodnotou.

#### 2.4.2.4. Problematické body ZKI

Myšlenka nového investičního instrumentu byla odbornou veřejností přijata kladně, bohužel právní úprava fondů nemovitostí v zákoně o kolektivním investování trpěla mnoha nedostatky, které způsobily, že se tento instrument stal v pojetí ZKI nepoužitelným<sup>45</sup>. Souhrnně negativní body ZKI analyzovali Oehm (2005), Hartl (2005) nebo Neveselý (2006). Základním problémem zákona byla značná rozpolcenost. Na jedné straně byly speciální fondy investorů určeny nejširšímu okruhu investorů, na straně druhé toto bylo jinými opatřeními znemožňováno. Problematický byl více či méně každý výše uvedený bod zákona upravující činnost nemovitostních fondů.

Již základní definice možností, do kterých mohly nemovitostní fondy investovat, byla nejasná. Z textu totiž vyplývala možnost investice pouze do podílů v realitních společnostech, jejichž jediným předmětem podnikání je výstavba budovy za účelem její správy. Nebylo logické, aby fond nemohl investovat také do společností, které již vlastnily dokončenou budovu získanou koupí nebo vkladem do základního kapitálu, nebo proč by cílem výstavby nemovitostí nemohl být u nemovitostních společností prodej, ale pouze správa. Minimální hranice investice do fondů, 2 mil. Kč<sup>46</sup>, byla sice zvýšena v zájmu větší ochrany investorů, nicméně právě tato neúnosně vysoká vstupní hranice byla hlavní překážkou pro většinu potenciálních investorů fondu. Stejně je tomu tak u milionové hranice pro jmenovitou hodnotu podílového listu. Tento požadavek podstatně omezil možnost distribuovat cenné papíry fondu nemovitostí širší veřejnosti.

Otázka svěření majetku fondu depozitáři kvalifikovaným způsobem také nebyla jasná. Vzhledem k tehdejšímu systému fungování katastru nemovitostí představovala tato podmínka problémy. Nemovitosti a budovy speciálního fondu nemovitostí musely být podle § 22 odst. 1 písm. e) zákona o kolektivním investování svěřeny do úschovy nebo jiného opatrování

---

<sup>45</sup> Zákon byl připravován v časové tísní vstupu ČR do Evropské unie a v posledním půlroce jeho přípravy převládla v části odborné veřejnosti názor, že zákon je hlavně potřeba co nejdříve prosadit, a to i přes nedokonalosti, které byly mnohé známé už před přijetím zákona. Jak je v této kapitole podrobněji analyzováno, oblast, ve které se tento přístup vyplatil nejméně, byly právě nemovitostní fondy.

<sup>46</sup> Původní vládní návrh zákona o kolektivním investování počítal s hranicemi v obou případech ve výši pouhých 100 000 Kč. Limity přijaté v zákoně o kolektivním investování byly do zákona zavedeny na základě návrhu rozpočtového výboru z 10. února 2004 (tedy „na poslední chvíli“) s cílem vyhradit tímto investice do nemovitostních fondů pouze kvalifikovaným investorům. Tento pozměňovací návrh byl v rozporu se stanoviskem Komise pro cenné papíry.

depozitáře. Ve smyslu vyhlášky č. 265/2004 byla taková úschova zajištěna v případě jiného majetku než zaknihovaných cenných papírů jeho:

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

Relevantní byla v případě nemovitostí pouze třetí možnost, nicméně ani ta nebyla vzhledem k tehdejší právní úpravě zákona o kolektivním investování realizovatelná.<sup>47</sup> Z tohoto vyplývalo kompletní zablokování nemovitostních fondů, protože dle výkladu nemohly speciální nemovitostní fondy nabývat do svého majetku pozemky a budovy, které se nacházely na území ČR ani v zahraničí, pokud podle právních předpisů nešlo zajistit efektivní kontrolu deponitáře nad nakládáním s tímto majetkem.

Nedořešená problematika se dotkla i případné účasti na nemovitostní společnosti, protože i ta měla být dle zákona svěřena k opatrování deponitáři. Toto však bylo možné pouze v případě akciových společností. Proto vzhledem k nemožnosti svěřit účasti do opatrování deponitáři nebylo v ČR možné investovat do účastí na jiných obchodních společnostech, než byly akciové společnosti. Kromě toho, že zákon obsahoval mnoho sporných bodů, některé podmínky naopak neobsahoval vůbec. Komise pro cenné papíry dále do zákona doporučovala stanovení minimálního podílu likvidních aktiv<sup>48</sup>, z důvodu zajištění stálé schopnosti odkupovat zpět podílové listy v případě otevřených podílových fondů. Dále KCP doporučovala do zákona začlenit omezení investic do nemovitostí případně účastí ve společnostech, jen na ty, kde lze pro ocenění použít výnosovou metodu a podmínit souhlasem deponitáře platnost dispozice s vybraným majetkem.

---

<sup>47</sup> Pro zápis do katastru nemovitostí byly právně akceptovatelné pouze dva základní způsoby. Při koupi, prodeji, zástavě, darování nemovitosti, dále při vkladu nemovitosti do obchodní společnosti, zřízení věcného břemene, předkupního práva nebo směnné smlouvě se využívá vklad do katastru nemovitostí. Žádost musí být podána podle zákonem stanovených pravidel (§ 4 zákona č. 265/1992 Sb., o zápisech vlastnických a jiných věcných práv k nemovitostem, ve znění zákona č. 90/1996 Sb). Dalším způsobem je zápis do katastru nemovitostí. Jedná se o záznam práva do katastru nemovitostí, nejčastěji na základě rozhodnutí státního orgánu, prodeji nemovitosti veřejnou dražbou nebo na základě osvědčení formou notářského zápisu nebo soudního smíru. Z hlediska vymezení těchto forem pro zápis do katastru nemovitostí bylo nerealizovatelné provedení takového typu zápisu, jež by fond (který je zapsán v katastru jako majitel nemovitosti) omezoval v dispozici s majetkem.

<sup>48</sup> Například v Německu je předepsaná minimální kvóta likvidního majetku na 5 %, ale zpravidla bývá udržována na 20%

V podstatě ihned po přijetí Zákona o kolektivním investování byla nutná jeho novelizace.<sup>49</sup> ZKI tehdy sice možnost vzniku speciálních fondů nemovitostí posvětil, nicméně tehdejší nastavené podmínky prakticky vznik nemovitostních fondů zcela znemožňovaly. Čas sám nakonec všechny výše uvedené argumenty potvrdil, protože během platnosti této verze ZKI nevznikl v České republice ani jeden nemovitostní fond.

### **2.4.3. Novela zákona o kolektivním investování**

Na novele zákona o kolektivním investování se začalo pracovat v podstatě ihned poté, co zákon o kolektivním investování vstoupil v platnost. Celý legislativní proces byl dokončen v květnu roku 2006 schválením zákona č. 224/2006 Sb., který novelizoval zákon č. 189/2004 Sb, o kolektivním investování (dále jen novela). Původní znění zákona o kolektivním investování použilo jako vzor pro vytvoření speciálních fondů lucemburskou právní úpravu, ta se však ukázala v českých podmínkách nevyhovující.<sup>50</sup> Pro vytvoření novely byla na základě rozsáhlé analýzy provedené Komisí pro cenné papíry<sup>51</sup> vybrána právní úprava Německa, kde je jeden z nejrozvinutějších sektorů nemovitostních fondů v Evropě. Německo bylo zároveň České republice blízké historickým vývojem právního prostředí, tak i z hlediska teritoriálního.

Od novely se očekávala především podrobnější a propracovanější úprava speciálních fondů, nicméně s těmito úpravami byly aplikovány změny i do ostatních částí zákona. Stěžejní částí novely bylo zcela nové dělení speciálních fondů kolektivního investování. Z předchozího znění zákona byly zrušeny speciální fondy rizikového kapitálu, speciální fond derivátů, speciální fond zvláštního majetku a také speciální fond smíšeného majetku a nahrazeny byly speciálním fondem kvalifikovaných investorů. Tyto fondy byly svou podstatou určeny pouze pro již zkušené investory a fond kvalifikovaných investorů je v plném rozsahu nahradil. Dále v platnosti zůstaly speciální fond nemovitostí, speciální fond cenných papírů a speciální fond fondů.

---

<sup>49</sup> Vysvětlení nezbytnosti právní úpravy viz Ministerstvo financí ČR (2006): Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

<sup>50</sup> Lucemburská úprava speciálních fondů je velmi obecná, zejména v případě speciálních fondů nemovitostí se ukázala jako nevyhovující. Obecná úprava byla dostatečná v zemi s dlouhou tradicí kolektivního investování (kterou je Lucembursko), kde se pravidla trhu historicky vyvíjela a jsou všemi účastníky trhu přirozeně akceptována. V České republice, jako zemi se stále se rozvíjejícím průmyslem kolektivního investování, kde nejsou zkušenosti s některými druhy investičních fondů potřebovali mít účastníci trhu i dozorový úřad přímo zákonem stanovenou podrobnější regulaci. Viz KCP (2005).

<sup>51</sup> Viz KCP (2005)

Modifikované pojetí zákona o kolektivním investování vycházelo ze základního dělení speciálních fondů na ty, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti (speciální fond nemovitostí, atd.), a na tzv. speciální fondy kvalifikovaných investorů. Tato koncepce s sebou přinesla i celkovou změnu definice kolektivního investování v §2 odst. 1 písm. a) ZKI. Protože produkty fondu kvalifikovaných investorů lze umisťovat pouze individuálně, musel být ze základního vymezení kolektivního investování vypuštěn pojmový znak shromažďování finančních prostředků „od veřejnosti“.<sup>52</sup>

Novela přinesla celou řadu dalších „drobnějších“ změn. Reflektovala již změnu v dozoru nad finančním trhem.<sup>53</sup> Dále byly například změněny pravidla pro vydávání podílových listů, zakázány určité činnosti související s kolektivním investováním<sup>54</sup>, zpřesněna právní úprava vztahů mezi fondem kolektivního investování a deponitářem a pravidla pro investování speciálního fondu cenných papírů a speciálního fondu fondů. Novelizována byla také pravidla pro udělování povolení k činnosti fondu kolektivního investování<sup>55</sup>, schvalování účasti na investičních společnostech nebo investičním fondu nebo náležitosti a schvalování statutu a jeho změn.

---

<sup>52</sup> V tomto bodě došlo k zajímavému rozporu, protože pojmový znak „shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti“ je přímo vyžadován evropskou směrnicí pro standardní fondy kolektivního investování. Situace tedy byla vyřešena tak, že uvedený pojmový znak byl vypuštěn z obecné definice kolektivního investování a zařazen jako pojmový znak standardního fondu. Současně se dále umožňují dvě kategorie speciálních fondů, fondy shromažďující peněžní prostředky od veřejnosti a fondy shromažďující peněžní prostředky od omezeného okruhu osob (kvalifikovaných investorů), za který zákon považuje počet osob nepřesahující 100.

<sup>53</sup> Zrušení Komise pro cenné papíry a přechod jejích pravomocí na Českou národní banku od 1.4.2006.

<sup>54</sup> Podle § 2 odst. 1 písm. a) ZKI lze shromažďovat od veřejnosti peněžní prostředky: „za účelem jejich společného investování, má-li návratnost či výnosnost investice být jen částečně záviset na hodnotě nebo výnosu aktiv, do kterých by měla investice směřovat, lze pouze na základě zákona o kolektivním investování“. Tímto zákazem se tedy zamezila činnost formám kolektivního investování veřejnosti (např. investiční kluby), které by byly realizovány mimo regulační rámec ZKI, tedy mimo dohled ČNB.

<sup>55</sup> Licenční řízení je nově rozděleno do dvou fází. První je posudek ČNB, zda byly splněny předpoklady pro udělení „povolení k činnosti“, to je ale spíše povolením ke vzniku investičního fondu. Na základě tohoto posouzení je rejstříkový soud oprávněn investiční fond zapsat, investiční fond však svou činnost na jeho podkladě vyvíjet nesmí. Do dvou měsíců od vzniku musí investiční fond znovu předstoupit před ČNB s doložením naplněných zbylých předpokladů. Pokud ob stojí, dá teprve ČNB „souhlas se zahájením shromažďování prostředků od veřejnosti“.

#### 2.4.4. Speciální fondy nemovitostí

Největší pozornost ze všech speciálních fondů věnovala novela speciálním fondům nemovitostí. Novela zákona o kolektivním investování úpravu speciálních fondů vyložila mnohem podrobněji než předchozí verze. Narozdíl od ostatních druhů speciálních fondů však zákon nově vyloučil, aby speciální nemovitostní fondy existovaly v jiné formě než jako otevřené podílové fondy. Dle §53 odst. 1 ZKI tedy může nemovitostní fond nabýt pouze otevřeného podílového fondu.

Otevřenost fondu vždy vyžaduje prostřednictví investiční společnosti a oproti uzavřené formě má mnohem vyšší nároky na řízení likvidity. Případné problémy s likviditou novela zákona vyřešila stanovením závazných limitů pro investice do likvidních aktiv. Minimálně 20 % a maximálně 49 % hodnoty majetku fondu musí být investováno do vyjmenovaných instrumentů<sup>56</sup>, zbylý majetek musí být investován do nemovitostí (resp. účastí v realitních společnostech) na území ČR, ale i v zahraničí. Pokud by hrozil pokles pod stanovenou minimální hranici, má investiční společnost právo pozastavit odkup podílových listů až na dva roky. Novela zrušila neúměrně vysokou hranici minimální investice, dokonce nyní nestanovila limit žádný. Hodnota minimální investice do nemovitostního fondu byla zcela ponechána v kompetenci samotných fondů.

Problém předchozího zákona ohledně funkce a správy majetku deponitáře byl v novele odstraněn. Kontrola deponitáře nad dispozicemi s nemovitostmi v majetku nemovitostního fondu byla vyřešena tak, že platnost všech právních úkonů, na jejichž základě se zapisují věcná práva k nemovitostem do katastru nemovitostí, byla nově podmíněna právě souhlasem deponitáře. Úprava se navíc netýkala jen nabytí či převodu vlastnického práva, ale vztahovala se i na zřizování věcných práv ve prospěch třetích osob. Zajímavé je, že tato novela v podstatě nepřímou novelizovala také katastrální předpisy, protože zadala katastrálním úřadům sledování, zda se návrh na vklad netýká majetku nemovitostního fondu. Pokud by se o takový majetek jednalo, musí vždy požadovat doklad o předchozím souhlasu deponitáře. Podobný postup by se měl týkat také rejstříkových soudů v případě jakýchkoliv změn v účasti na nemovitostní společnosti.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Vklady u bank, cenné papíry některého z fondů kolektivního investování, pokladniční poukázky a některé dluhopisy.

<sup>57</sup> Na rozdíl od katastru nemovitostí se tyto změny obchodního rejstříku zapisují pouze deklaratorně, rejstříkové soudy proto pravděpodobně uvedenému požadavku nebudou věnovat přílišnou pozornost.

Pravidla pro rozkládání rizika při investování byla stanovena následující. Hodnota jedné investice do pořizované nemovitosti do majetku speciálního fondu nemovitostí nesmí v době pořízení překročit 20 % hodnoty majetku fondu.<sup>58</sup> Hodnota účasti fondu v jedné nemovitostní společnosti může tvořit v době pořízení nejvýše 30 % hodnoty majetku fondu. Pro financování svých investic může fond přijmout hypoteční úvěr až do 70 % hodnoty příslušné nemovitosti.<sup>59</sup> Součet všech přijatých půjček a úvěrů nesmí být vyšší než 50 % hodnoty majetku fondu. Na druhou stranu fond také může ze svého majetku půjčky poskytovat, a to poskytnout úvěr nemovitostní společnosti, ve které má účast, přičemž součet všech poskytnutých úvěrů nesmí překročit 50 % hodnoty všech nemovitostí v majetku příslušné nemovitostní společnosti a 25 % hodnoty majetku fondu.

Zvláštní pozornost je věnována v novele oceňování, vzhledem ke skutečnosti, že fond musí pravidelně<sup>60</sup> stanovovat hodnotu svých nemovitostí a účastí v nemovitostních společnostech. Aby byla hodnota nemovitostí určena nezávisle a zodpovědně, byl ustanoven tzv. výbor nezávislých odborníků. Ten by měl být nejméně tříčlenný, jmenovaný ze dvou třetin investiční společností a ve zbytku depozitářem. Nemovitosti by měly dle zákona být oceňovány výnosovou metodou a měly by vykazovat zisk.

#### **2.4.5. Fondy kvalifikovaných investorů**

Naopak od speciálních fondů nemovitostí, cenných papírů a fondů, fondy kvalifikovaných investorů (dále FKI) neshromažďují finanční prostředky od veřejnosti, ale od omezeného okruhu investorů. Minimální počet je jeden, maximální sto. Tento typ fondů je určen primárně institucionálním a movitým investorům. Fondy kvalifikovaných investorů mohou vznikat buď ve formě investičních fondů nebo podílových fondů odkázaných na svou „mateřskou“ investiční společnost. Podílový fond může být vytvořen v otevřené i uzavřené formě. FKI ve formě investičního fondu vzniká založením akciové společnosti, ke kterému ale nesmí dojít na

---

<sup>58</sup> V prvních třech letech ode dne udělení povolení k vytvoření podílového fondu však až 60%.

<sup>59</sup> Jiné typy úvěrů či půjček může přijmout pouze za standardních podmínek a jen pokud jejich splatnost není delší než 1 rok.

<sup>60</sup> Majetek je nutno ocenit před jeho pořízením do portfolia fondu. Dalším požadavkem zákona je pravidelné přecenění majetku fondu minimálně dvakrát ročně. V případě otevřených podílových fondů i k datům stanoveným pro odkup podílových listů.

základě veřejné nabídky akcií, společně se získáním povolení ČNB. Fond může být založen pouze na dobu určitou uvedenou ve statutu, maximálně však na deset let.<sup>61</sup>

Výhody spočívají v mnohem nižší regulaci oproti standardním, ale i speciálním fondům<sup>62</sup>. Druhy majetku, do nichž tento fond bude investovat, stejně tak i pravidla tohoto investování si fond určuje sám. Dle názvu vyplývá, že fond je určen kvalifikovaným investorům. Kdo je takový kvalifikovaný investor, určuje přesně zákon. Jedná se o profesionální investory, dále však může do fondu investovat i jiná osoba, pokud o sobě písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry.<sup>63</sup>

Jako další omezení, aby se fond nevyužíval jako retailový, stanoví zákon minimální výši vstupní investice na úrovni 1 milion Kč. Tímto požadavkem se částečně kompenzovala benevolence zákonodárce, ohledně požadavků kladených na odbornost kvalifikovaných investorů. Cenné papíry vydávané tímto typem fondů nesmí být nijak propagovány masivnější reklamou. Pouze při založení fondů smí být uvedena přiměřená reklamní upoutávka. I tento typ fondů je povinen mít uzavřenou smlouvu s depozitářem, který následně eviduje majetek fondu a kontroluje, zda fond nakládá s majetkem v souladu se statutem a zákonem o kolektivním investování. I v případě fondů kolektivního investování se dostávají do hry nemovitosti. V tomto případě budou mít vzhledem k omezenému počtu podílníků investoři možnost přímo ovlivňovat investiční politiku fondů. Nabízí se proto možnost konkrétních investic do konkrétních projektů.

---

<sup>61</sup> Argumenty pro založení FKI pouze na dobu určitou vysvětluje ČNB v úředním sdělení ze dne 12.1.2007 k některým otázkám kolektivního investování v souvislosti s novelou zákona o kolektivním investování č. 224/2006 Sb. (tzv. „Zlatý dopis“), kde toto omezení zdůvodňuje zájmem o vyšší zajištění likvidity cenných papírů fondu a umožnění investorovi svou investici v přiměřené době zpeněžit. Pešek, T., David J. (2007) však ve své právní analýze tuto reguli zpochybňují, protože takovéto omezení nemusí být vždy pro podnikání fondu výhodné, zejména pokud by se jednalo o FKI, který se specializuje na investice do dlouhodobých aktiv. Autoři však podotýkají, že limit deseti let by se dal obejít na základě výkladu ČNB (viz „Zlatý dopis“), kde se uvádí, že: „ČNB může povolit fúzi investičního fondu s jiným investičním fondem, pokud nemají výrazně odlišný způsob investování a pokud je zajištěna ochrana akcionářů investičního fondu“. Pokud by to tedy bylo nutné, akcionáři fondu by mohli založit nový fond s investičním zaměřením na stejné nebo podobné druhy aktiv a po jeho vzniku požádat ČNB o povolení fúze původního a nově založeného fondu.

<sup>62</sup> Dohled nad činností fondu kvalifikovaných investorů je značně zjednodušený. FKI jsou dozorovány ČNB, vůči které jsou povinny plnit jen omezené množství notifikačních povinností. Dalším kontrolním subjektem je standardně banka.

<sup>63</sup> Ohledně „pouhého“ písemného prohlášení, že obchodník má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry již nyní panují četné debaty, zákon totiž nijak nerozvádí, jaké přesně zkušenosti by měl obchodník mít, ani nespécifikuje, jak by měl fond kolektivního investování uvedené zkušenosti ověřovat. Výraz „zkušenosti s obchodováním s cennými papíry“ je také sporný, například pokud by byla investiční politika fondu zaměřena jiným směrem, např. na investice do nemovitostí. Svým způsobem tuto nekonzistenci objasnila vyhláška ČNB č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu, která doslovně požaduje, aby statut fondu kvalifikovaných investorů obsahoval také „podrobnosti o způsobu ověření zkušeností investorů s investováním do aktiv, na které se investiční politika fondu zaměřuje“.



### **3. Zahraniční zkušenosti**

Následující část je věnována analýze fungování nemovitostních fondů v zahraničí, nicméně zkoumání zahraničního prostředí nepřímých investic je provedeno v logické souvislosti se současným vývojem v České republice v této oblasti.

Následující dvě podkapitoly jsou věnovány speciálně Německu a USA, protože tyto země mají nejdelší zkušenosti s fungováním nemovitostních fondů, zároveň reprezentují dva základní modely nemovitostních fondů, otevřený a uzavřený model.

#### **3.1. Uzavřený model – USA**

Jednou z typických možností investice do nemovitostí je tzv. uzavřený model. Ve světě je tento model reprezentován hlavně Spojenými státy, kde fungují Real Estate Investment Trusts (tzv. REITy). Vznik REIT fondů se datuje v 60. letech<sup>64</sup> minulého století s cílem zpřístupnit investice do nemovitostí i drobnějším investorům. REITy byly zpočátku využívány hlavně americkou vládou jako vhodný způsob získání soukromého kapitálu pro financování státní dopravní infrastruktury. V 80. a 90. letech využil ve svůj prospěch REIT průmysl zejména tehdejších daňových reforem.

Za skoro padesát let svého vývoje realitní trusty postupně nabývaly na důležitosti, extrémní rozvoj zaznamenaly zejména v poslední dekádě. Svým významným vlivem přispěla také marketingová kampaň<sup>65</sup> asociace NAREIT<sup>66</sup> zacílená na srozumitelné informování nejširší veřejnosti, která všeobecně investičním instrumentům příliš nerozumí. Původně REITy směřovaly své investice do kancelářských business center, nákupních středisek, případně residenčních objektů. V současnosti je portfolio nemovitostí velmi široké, nicméně stále převažují zmíněné typy objektů. Obecně lze však REITy rozdělit dle investičního záměru na tři hlavní skupiny:

---

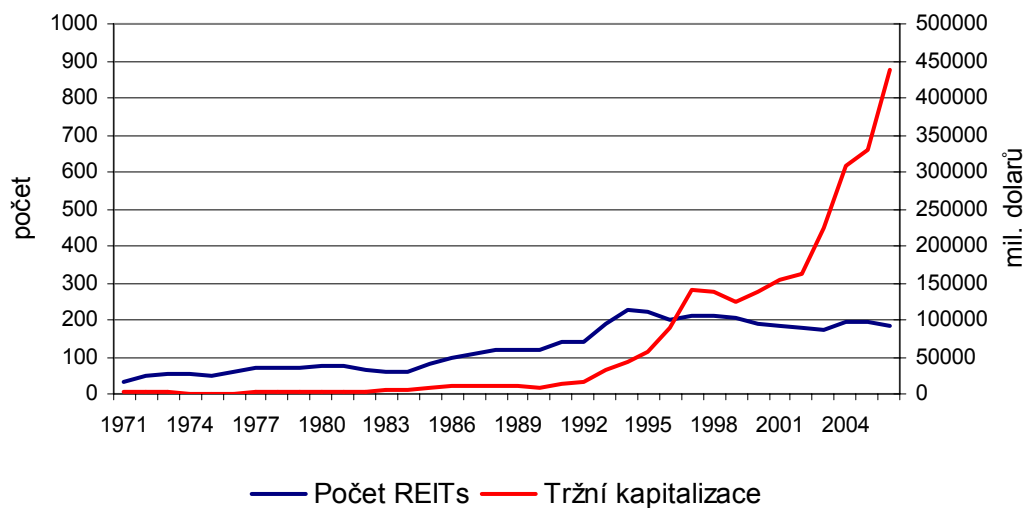
<sup>64</sup> V roce 1960 vstoupil v platnost zákon The Real Estate Investment Trust Act.

<sup>65</sup> Například v jedné reklamě procházel otec se synem kancelářskou budovou a syn se zeptal svého otce: „Tati, to jako opravdu vlastníme část toho všeho?“ a otec zamyšleně odpovídá: „Můžeš to tak říci, synu, můžeš to tak říci.“ Viz Skřivánek, Bořínková (2006)

<sup>66</sup> National Association of Real Estate Investment Trusts

- Majetkové (Equity REITs) : Nakupovány jsou nemovitosti, u kterých se očekávají pravidelné dlouhodobé výnosy. Oproti klasickým realitním společnostem se trusty liší tím, že aktiva jsou ponechávána v portfoliu dlouhodobě a nejsou dále přeprodávány.
- Hypoteční (Mortgage REITs): Tento typ trustů nemovitostí nevlastní ani je nespravuje, ale půjčuje finanční prostředky majitelům a developerům nemovitostí nebo investují na finančním trhu prostřednictvím hypotečních zástavních listů a jiných nemovitostmi krytých cenných papírů. Výnosy těchto společností tvoří příjmy z úroků a kupónové platby.
- Hybridní (Hybrid REITs): Kombinace výše uvedeného.

Graf 3-1: Počet REITů a jejich tržní kapitalizace 1971 – 2006



zdroj: www.nareit.com

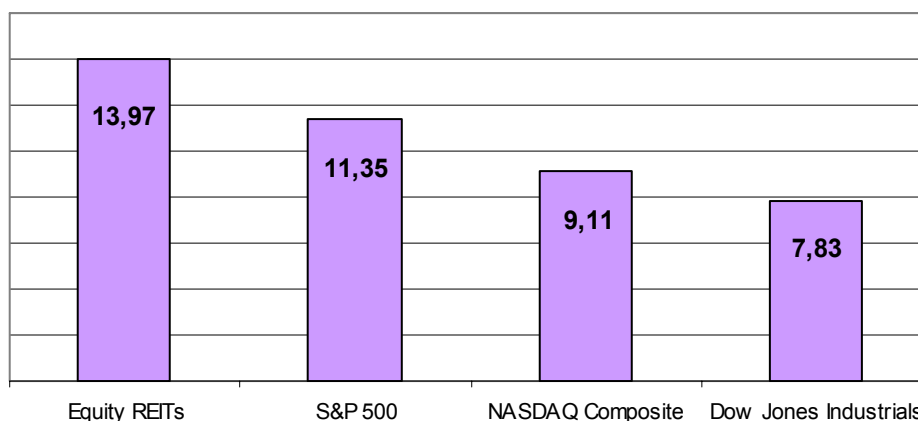
REIT, česky by se dalo přeložit jako realitní investiční společnost, je právní forma podnikání založená za účelem investování do nemovitostí nebo do aktiv souvisejících s tímto oborem. Společnost získá z prodeje vlastních akcií investorům finanční prostředky, které následně investuje do nemovitostí. Investor participuje na výnosu portfolia nemovitostí a hypoték formou vyplácených dividend. Atraktivnost tohoto typu v USA navíc zvyšuje zákonná možnost daňového zvýhodnění, pokud REIT vyplácí 90% zdanitelných příjmů investorům v podobě dividend.<sup>67</sup> Na základě výše vyplácených dividend pak mohou investoři jednoduše

<sup>67</sup> Dalšími limity pro daňová zvýhodnění jsou minimálně 75 % aktiv portfolia v nemovitostech a 75% veškerých výnosů musí pocházet z investic do nemovitostí. Pro zamezení spekulací s nemovitostmi byla přidána povinnost držet jednotlivou nemovitost minimálně 4 roky. Zdroj: www.nareit.com

pomocí výnosové metody, resp. metody diskontovaného cash flow určovat přibližnou úroveň hodnoty cenných papírů REIT. Výhodou trustů navíc je, že jejich akcie jsou obchodovány na kapitálových nebo OTC (over the counter) trzích a tudíž je jejich cena vytvořena na základě nabídky a poptávky. Tím je zaručena vysoká likvidita a hlavně vyšší imunita proti riziku nesprávného ocenění nemovitostí přímo v majetku fondu. Na druhé straně se však v podstatě jedná o sektorové akciové fondy, jejichž kurz podléhá volatilitě.

Ke konci roku 2006 operovalo ve Spojených státech 183 realitních trustů, jejichž tržní kapitalizace dosahovala přes 438 miliard USD (cca 300 miliard EUR). Ve Spojených státech se REITy staly takto populární díky několika hlavním faktorům. Jak publikovala asociace NAREIT, realitní trusty, také někdy nazývané jako nemovitostní akcie, přinášely stabilně během uplynulých třiceti let lepší výsledky<sup>68</sup> než hlavní benchmarky (např. S&P 500, NASDAQ Composite) finančních trhů. V dnešní fázi rozvinutosti tohoto specifického trhu si potenciální investor může vybrat z velkého množství druhů nemovitostí nebo geografických oblastí, kam hodlá svou investici vložit. V neposlední řadě byl velmi důležitým milníkem rok 2001, kdy společnost S&P rozhodla zařadit REITy do svých hlavních indexů, včetně S&P 500<sup>69</sup>, což výrazně zvýšilo jejich likviditu a atraktivitu.

Graf 3-2: Procentní výnos REITů překonává významné benchmarky (období prosinec 1971 – prosinec 2003)



zdroj: [www.investinreits.com](http://www.investinreits.com)

<sup>68</sup> Studie společnosti Ibbotson Associates ukazuje, že v období od roku 1972 do roku 2000 by portfolio tvořené z 20 % REITs, 10 % peněžním trhem, 30% dluhopisy a 40% akciemi, mělo průměrné roční zhodnocení 12,2 % a volatilitu 10,8 %. Bez REITs, tj. 10 % peněžní trh, 40 % dluhopisy a 50 % akcie, mělo zhodnocení 11,8 % p.a. a riziko 11,2 %. Všechny výpočty byly provedeny v USD a prováděny na americkém trhu. Viz Fondshop 23/2001

<sup>69</sup> Odhaduje se, že podle indexů S&P kopírují investoři portfolia v hodnotě jednoho bilionu amerických dolarů. Viz Fondshop 23/2001

### **3.2. Otevřený model – Německo**

Druhým „modelovým“ typem investice do nemovitostí je tzv. otevřený model. Tento typ investice je obvyklý zejména v Evropě, jako typický příklad se uvádí Německo, kde má investování do nemovitostí prostřednictvím otevřených podílových fondů (Offene Immobilienfond) nebyvalý význam a skoro padesátiletou tradici. První nemovitostní fondy vznikly v Německu již v roce 1959 a ihned po svém založení zaznamenaly silný nárůst objemu majetku. Největší nárůst objemu majetku zaznamenaly německé nemovitostní fondy mezi lety 2000 a 2003, kdy došlo téměř k jeho zdvojnásobení. Faktorem, který také podpořil tento „boom“ investování do nemovitostí byla i skutečnost, že do majetku fondů se začaly nakupovat také zahraniční nemovitosti. Tím, že bylo umožněno manažerům fondu neomezeně investovat v zahraničí, mohli také plně využívat rozdílné tržní cykly a riziko diverzifikovat rovněž teritoriálně.

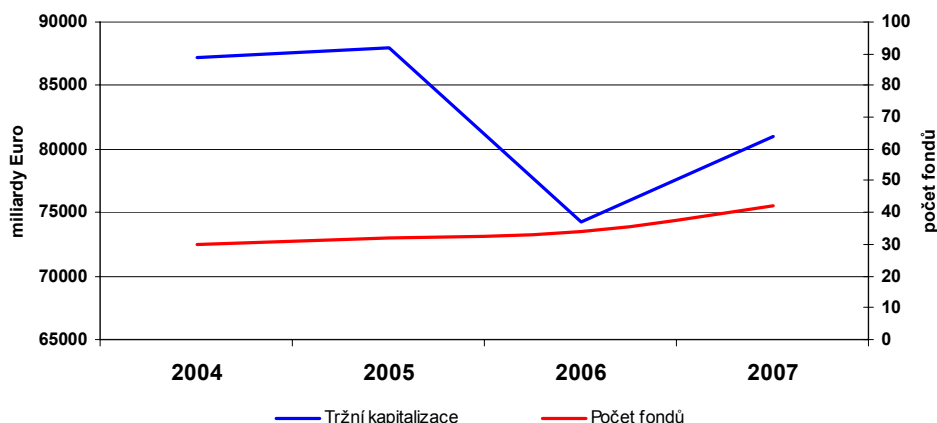
Ze statistik Bundesbank<sup>70</sup> vyplývá, že ke konci roku 2005<sup>71</sup>, fungovalo v Německu na 31 otevřených fondů, které byly spravovány celkem 16ti investičními společnostmi. Tyto fondy vlastnily aktiva ve výši přes 85 miliard EUR, což představovalo 15,5 %ní podíl z celkového objemu aktiv německého kolektivního investování. Tato suma výrazně vzrostla od roku 2000, kdy majetek nemovitostních fondů činil „pouze“ 47 miliard EUR. Většina nemovitostních fondů je v Německu vlastněna komerčními bankami, není tedy překvapivé, že 70 % všech prodejů bylo zprostředkováno bankami, které využívaly své široké pobočkové sítě jako distribučního kanálu.

---

<sup>70</sup> Zdroj: [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

<sup>71</sup> Pro potřeby všeobecného úvodu o nemovitostních fondech v Německu, jsou uvedeny data před krizí tohoto sektoru v letech 2005/2006.

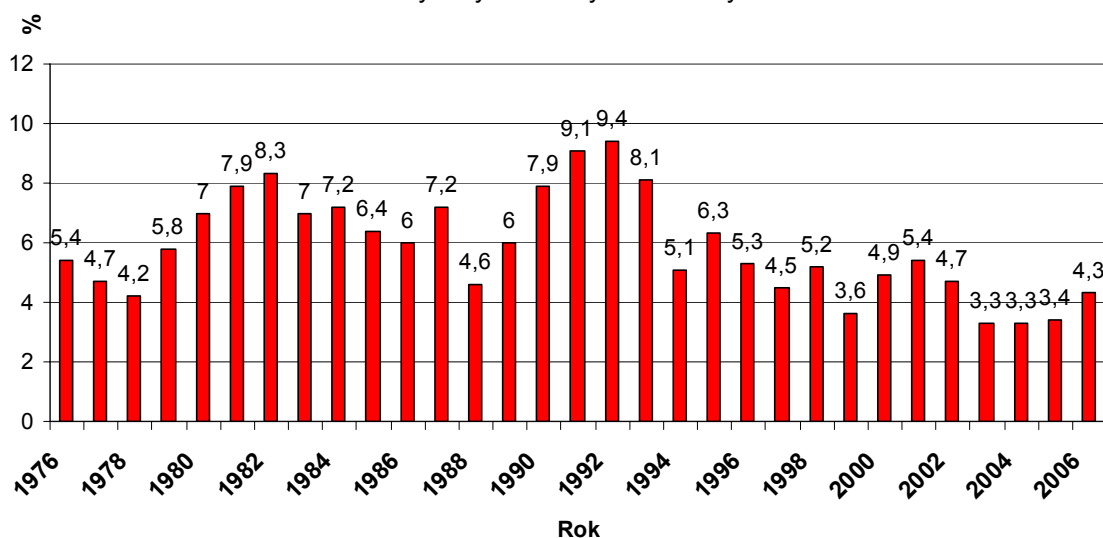
Graf 3-3: Počet německých otevřených nemovitostních fondů a jejich tržní kapitalizace, data k 30.6. daného roku



Zdroj: www.bvi.de

Pokud bychom se zaměřili na otevřené nemovitostní fondy v Německu z pohledu výnosu a rizika, mezi lety 1980 – 2002 vykazovaly ve srovnání s akciemi a dluhopisy mnohem nižší volatilitu. Průměrný nominální resp. reálný výnos realitních fondů se pohyboval sice níže než u akciových fondů, ale výše než výnosy dluhopisů a peněžního trhu. V minulých deseti letech se průměrný výnos pohyboval okolo 4 - 5 % p.a.<sup>72</sup>

Graf 3-4: Průměrné roční výnosy německých otevřených nemovitostních fondů



zdroj: www.bvi.de

<sup>72</sup> V tomto období se ani jediný rok nestalo, že by nemovitostní fondy přestaly vykazovat výnosy. Z tohoto důvodu dokonce některé fondy zaručovaly minimální výnos ve výši 3%.

Z pohledu nezkušeného investora by se na první dojem mohlo zdát, že se jedná o podobný instrument, jako americké REITy – aktiva jsou přímo zajištěna nemovitostmi, výnosy nepodléhají dvojímu zdanění a majetek fondu je akumulován z nejširšího okruhu investorů, kteří mohou investovat i relativně nízké částky. Rozdíl je ve formě fondu, protože německé fondy jsou reprezentanty otevřeného typu díky nelimitovanému počtu vydávaných podílových listů. Podíly na rozdíl od REITů nejsou obchodovány na trhu (např. burza), ale jsou likvidní díky každodenní možnosti zpětného odkupu cenných papírů.

Otevřený nemovitostní fond jako každý jiný nástroj kolektivního investování řídí investiční společnost, která shromažďuje investice podílníků a ty investuje do portfolia realitních objektů, převážně kancelářských a obchodních nemovitostí. Investor vlastní podíly otevřeného fondu, jejichž hodnota se vyvíjí v čase na základě ceny nemovitostí, inkasa nájemného a výnosů následných prodejů těchto nemovitostí. Cena jednotlivého podílu je založena na čisté hodnotě aktiv fondu, která je determinována pravidelným oceňováním nemovitostí vlastněných příslušným fondem, jež je prováděno skupinou expertů. Cena je tedy určována na základě zcela odlišného principu od realitních trustů, které jsou vystaveny každodenním cenovým výkyvům na trhu cenných papírů.

Důležitým limitem, které musí německé realitní fondy dodržovat, je že minimální hranice 5 %<sup>73</sup> hodnoty aktiv musí být držena v likvidních prostředcích. Dlouhodobá historie fondů však ukázala, že většinou byl tento podíl udržován fondy z jejich vlastní iniciativy ve výši zhruba 25-49 %. Zadluženy mohly být německé fondy maximálně do výše, která nepřekročí 50 % hodnoty fondem vlastněných nemovitostí. Pokud by se nemovitostní fondy dostaly do problémů s likviditou, mají možnost pozastavit odkoupení podílových listů až na dva roky.<sup>74</sup> K zabránění problémům s likviditou nepřímo přispívaly i poplatky, které byly uplatňovány při nákupu podílů.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> Maximálně 50%

<sup>74</sup> Tato možnost nebyla fondy za celou jejich historii nikdy využita až do krize nemovitostních fondů v letech 2005/2006.

<sup>75</sup> Tento poplatek byl původně zamýšlen pouze k pokrytí administrativních nákladů. Jako sekundární efekt se však tyto transakční náklady staly účinnou bariérou, snížily atraktivnost často opakovaných transakcí a proto limitují příležitosti arbitráže. Kromě toho, díky uplatněnému poplatku se minimální investiční horizont k dosažení pozitivního zisku zvýšil v průměru na jeden rok.

### **3.3. REITy versus otevřené nemovitostní fondy**

V předchozí kapitole byly stručně popsány základní znaky dvou charakteristických způsobů nepřímého investování do nemovitostí. Tato subkapitola oba způsoby konfrontuje, nicméně se nepokouší určit, který model je lepší či horší. Analýza se spíše pokouší zdůvodnit logickými argumenty, proč je která forma potenciálně výhodná pro investory se specifickými preferencemi.

Co se týče volatility, jednoznačně jsou výhodnější podílové listy otevřených fondů, jejich cena totiž není ovlivněna náladami investorské veřejnosti jako v případě REITů, kde hrozí riziko zvýšené volatility, které nemusí nutně souviset s výkyvy cen nemovitostí v majetku společnosti. Otevřené fondy jsou relativně velmi bezpečné a investice nabízejí zajímavější zhodnocení než například fondy dluhopisů a peněžního trhu. Potenciální investoři REITů jistě oceňují zvýšenou transparentnost při oceňování jejich cenných papírů. Vzhledem k výše zmíněnému systému oceňování nemovitostních fondů v Německu zde existuje riziko, které se bohužel v nedávné době prokázalo, související s nižší průhledností hospodaření fondů. Toho mohou využít manažeři fondu, kteří začnou uplatňovat svoje zájmy nad zájmy investorů<sup>76</sup>. Tímto se postupně dostáváme k ochraně investorů. Narozdíl od Spojených států, v Německu je základním pilířem ochrany investorů institut depozitáře, který u uzavřené formy chybí.<sup>77</sup>

Dalším důležitým srovnávacím faktorem je likvidita, oba modely se sice na první pohled zdají jako likvidní, ale při hlubší analýze zjistíme, že otevřený model je v nevýhodě. Nutnost držení většího množství likvidních aktiv snižuje potenciál výnosnosti, navíc hrozí riziko hromadného využití možnosti pozastavení zpětných odkupů podílových listů. Za nevýhodu amerických

---

<sup>76</sup> Krize nemovitostních fondů v Německu je podrobně analyzována v subkapitole 3.4.

<sup>77</sup> Depozitář v Německu musí schvalovat taxativně uvedené transakce nejen samotného nemovitostního fondu, ale též realitních společností, na nichž má tento fond účast. Jedná se zejména o následující transakce:

- Přijímání půjček s výjimkou kontokorentních úvěrů
- Investování majetku fondu do peněz na bankovních účtech vedených u jiných úvěrových institucí, nebo zcizení takových peněžních prostředků
- Zcizení nemovitostí náležejících realitnímu fondu
- Zřizování zástavních práv k nemovitostem náležejícím některému fondu, jakož i postoupení nároků z právních vztahů týkajících se nemovitostí,
- Zcizení majetkových účastí v realitních společnostech, nebo, v případě jiných než menšinových účastí, zcizení majetku náležejícího těmto společnostem, jakož i změny společenské smlouvy či stanov

REITů je možné považovat ztíženou možnost nových přímých investic, protože investoři nakupují REIT většinou na sekundárních trzích. Výplata výnosů formou dividend také komplikuje možnost reinvestování.

### **3.4. Krize německých nemovitostních fondů**

Ani v Německu, kde mělo investování do nemovitostních fondů dlouhou tradici bez závažnějších problémů, se nevyhnula krize tohoto sektoru. V nedávné době prošly německé fondy kritickým obdobím nedostatku likvidních prostředků a byla otřesena důvěra investorů, kteří považovali nemovitostní fondy za velmi stabilní. Vzhledem ke skutečnosti, že německá legislativa byla hlavní předlohou české části novely zákona upravující nemovitostní fondy, je relevantní vzniklé problémy v Německu analyzovat a následně se z nich poučit.

Do problémů se německé nemovitostní fondy dostaly vlivem několika faktorů. Metody pro oceňování majetku fondu nebyly standardizovány. Možnosti používat různé metody oceňování potom fondy využívaly tím, že oceňovaly svůj majetek tou nejvhodnější metodou v dané situaci na trhu, která ukázala hodnotu a výnosy jejich portfolia „v tom nejlepší světlo“. Na problémy ohledně neprůhledného oceňování nemovitostí ve fondech bylo upozorňováno již dříve, ale v praxi se problémy v Německu projeví až nedávno. Problémy se začaly prohlubovat poté, co některé fondy začaly (na základě snižujících se výnosů z nemovitostí), přeceňovat svá portfolia směrem dolů. V této fázi se dostala do hry další typická charakteristika investování do nemovitostních fondů v Německu. Průměrná doba investice v nemovitostním fondu byla velmi krátká<sup>78</sup>. Investoři využívaly nemovitostní fondy jako výhodné termínované účty<sup>79</sup>. Když potom větší množství investorů začalo své podíly odprodávat, fondy nebyly dostatečně likvidní.

Prvním fondem, který se dostal do problémů a následně odstartoval doslova řetězovou reakci byl fond Deka Immobilien Investment GmbH. Fond nejdříve v polovině roku 2004 realizoval

---

<sup>78</sup> Standardní doporučená délka investice do nemovitostních fondů je doporučována na dobu 5ti let.

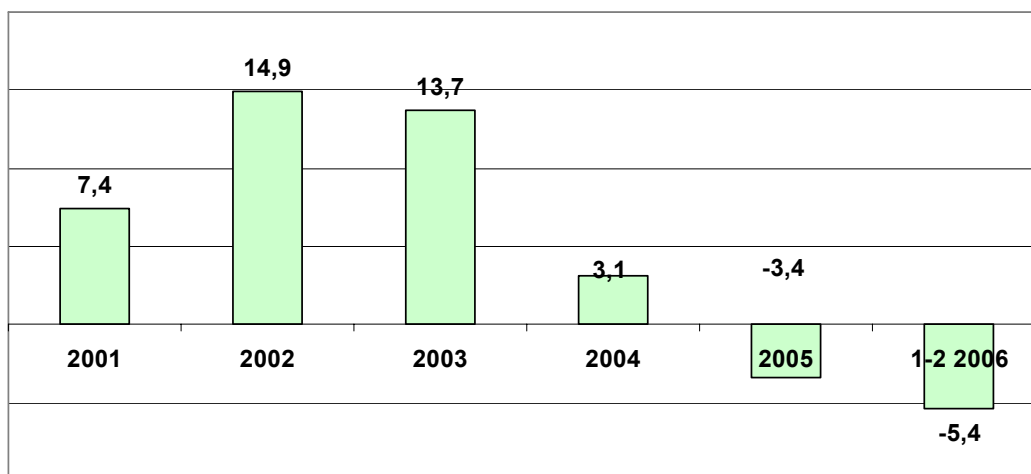
<sup>79</sup> Nutno podotknout, že ke krátkodobějším investicím své klienty podněcovaly kampaněmi samotné fondy.



zpětné odkupy svých podílových listů v hodnotě 940 mil. EUR a následná aféra uplácení ve fondu známá jako frankfurtský skandál<sup>80</sup> situaci na trhu nemovitostních fondů nepřispěla. Fondu se již nedostávalo dostatek likvidních prostředků na další vyplácení svých podílníků. Mateřská Deka Bank se tedy problém rozhodla vyřešit tím, že bude v neomezené míře sama odkupovat podíly svého realitního fondu. Tímto způsobem měla být zajištěna dostatečná likvidita, aby nedošlo k pozastavení odkupování. V prosinci 2004 začal fond odprodávat některé nemovitosti. Pouze za rok 2004 dosáhl celkový objem odprodejí 1,7 miliardy EUR.

Do krize se dostal také Grundbesitz-Invest spravovaný Deutsche Bank. Fond však zvolil zcela odlišnou strategii vypořádání se s problémem. 11. prosince 2005 oznámil, že dojde k neplánovanému přecenění hodnoty majetku fondu, což následně s největší pravděpodobností povede ke snižování odkupních cen. Následně vyvolaný run na fond<sup>81</sup> donutil Deutsche Bank ke zmrazení odkupů podílových listů do odvolání. Fond v té době spravoval majetek ve výši 6 miliard EUR a pozastavením odkupů bylo postiženo přes 300 tisíc drobných investorů. Řetězová reakce na sebe nenechala dlouho čekat a do problémů se dostaly i další fondy jako například KanAm Grundinvest a KanAm US-Grundinvest.

Graf 3-5: Čisté přítoky do německých otevřených nemovitostních fondů v miliardách EUR



zdroj: www.faz.net

<sup>80</sup> Vrcholový manažer fondu byl obviněn, že za úplatek odstoupila Deka z tendru na nákup nemovitosti. Manažer dostal ve společnosti okamžitou výpověď, později bylo vyměněno celé představenstvo Deka Immobilien. V případě byly podány žaloby, případ se dále rozrostl do nečekaných rozměrů, vyšetřováno bylo přes osmdesát podezřelých. Jednalo se o podezření z nekalých praktik při zadávání zakázek realitních fondů a při sjednávání obchodů s nemovitostmi.

<sup>81</sup> Lze však zpětně poznamenat, že zrovna v případě fondu Grundbesitz-Invest nebyla panika na místě, protože avizované přecenění majetku činilo nakonec jen -2,4%, tedy méně, než se očekávalo. Fond dokonce v lednu 2006 vyplatil dividendu ve výši 3,5% z hodnoty podílového listu, takže meziroční ztráta se započtením dividendy činila k 24. březnu 2006 pouze -0,7%.

Zajímavý je bližší pohled na to, jak Deka Bank a Deutsche Bank řešily odlišnými způsoby problémy svých dceřiných fondů s likviditou. Rozdílné cesty jsou přirovnatelné k tzv. trade off mezi maximalizací dobré pověsti banky a náklady finančního kapitálu. Zatímco Deka Bank jasně zvolila ochránit reputaci svého nemovitostního fondu, Deutsche Bank se rozhodla přesně naopak. Deutsche Bank neměla takový záměr na dalším rozvoji na trhu nemovitostních fondů. Rozdílné priority obou bank byly kromě toho způsobeny odlišným způsobem corporate governance v obou bankách. Zatímco mezinárodní akcionáři Deutsche Bank vyžadovali maximální zisk, Deka Bank zajišťovala svoji efektivnost spíše v dlouhodobějším horizontu.

Pokud se za celou „krizí“ německých nemovitostních fondů ohlédneme, zjistíme, že nešlo ani tak o krizi fondového odvětví, ale o krizi důvěry investorů, kteří se doslova zalekli pozastavení odkupů podílových listů. Je však nutné uvědomit si, že s takovouto situací fondy ve svých právních úpravách (resp. statutech) počítaly a že přerušení pravidelného odkupu neznamená za každou cenu konec fondu.

### **3.4.1. Obecná politická doporučení pro fungování nemovitostních fondů**

Reforma německých zákonů upravujících oblast nemovitostních fondů byla nutná.<sup>82</sup> Německo se z negativního vývoje poučilo a zpřísnilo regulatorní požadavky<sup>83</sup>. Byl stanoven vyšší podíl povinných likvidních prostředků držených fondem (na 20 %), a další limitní opatření. Pro menší ohrožení případnými runy na fondy bylo taktéž navrženo omezit obchodovatelnost fondů pouze na několik dní v měsíci nebo zpoplatnění nadprůměrně velkého počtu odprodejí podílových listů.

Podrobněji lze na obsah opatření nahlížet ze tří hlavních aspektů: kontrola likvidity, oceňování a transparentnost hospodaření fondů<sup>84</sup>. S ohledem na kontrolu likvidity fondu, se doporučuje nejen držet vyšší podíl aktiv fondu v likvidních prostředcích<sup>85</sup>, ale také zavést

---

<sup>82</sup> Bundesverband Investment und Asset Management e.V.(2006)

<sup>83</sup> Při tvorbě novely ZKI byly již události v Německu zákonodárci reflektovány, proto česká novela přísnější regulatorní požadavky úpravy otevřených nemovitostních fondů obsahuje.

<sup>84</sup> Viz. Bannier, Fecht, Tyrell, (2007)

<sup>85</sup> V případě nemovitostních fondů však může být nadměrný podíl likvidních prostředků v majetku fondu kontraproduktivní, jsou totiž podstatně oslabeny výnosy, které bude fond schopen generovat

institut výpovědního období pro masivnější odprodeje podílů<sup>86</sup>. Vyšší likvidní možnosti fondů utlumí riziko runu na fond. Svůj pozitivní vliv na likviditu fondu by mělo také mít zavedení diskontů pro umořování vysokých podílů. Zavedení diskontů především omezuje možnosti arbitráže pro institucionální investory v případě všeobecného očekávání snížení odkupních cen.

Co se týče způsobu oceňování aktiv fondu a jeho frekvence, majetek fondu by měl být oceňován častěji, minimálně jednou za šest měsíců.<sup>87</sup> Ohledně metod oceňování, doporučení rozhodně hovoří ve prospěch metod, které jsou úzce svázané s trhem. Zkrácení periody vymezené pro ocenění aktiv a větší zaměření na tržní ceny omezuje příležitosti arbitráže, která vzniká díky dočasným odchylkám odkupních cen od skutečné hodnoty aktiv fondu, zároveň také zvyšuje transparentnost hospodaření fondů. Podobně by k vyšší transparentnosti fondů a zprůhlednění jejich oceňování mělo přispět opatření, které doporučuje každého jmenovaného odborníka pro oceňování nemovitostí měnit každé dva roky, čímž by byla dosažena ještě větší nezávislost jednotlivých odhadců. Vyšší informovanost ohledně hodnoty majetku jednotlivých fondů potom sníží riziko řetězové reakce, protože investoři nebudou klást takový důraz na informaci týkající se případné krize jednoho fondu. Svou důležitou roli, co se týče transparentnosti hospodaření fondů, do jisté míry hrají i ratingové agentury.<sup>88</sup>

### **3.5. Která forma je vhodnější jako předloha pro právní rámec retailových nemovitostních fondů v ČR?**

Pro přípravu poplatné novely Zákona o kolektivním investování bylo zapotřebí nalézt stát, jehož právní úprava nemovitostních fondů by sloužila jako vhodná předloha pro české zákonodárce. Komise pro cenné papíry pro tuto příležitost vypracovala obsáhlou Komparativní analýzu nemovitostních fondů v zahraničí. Komise předpokládala, že pokud dojde k převzetí vhodné právní úpravy, vstup nemovitostních fondů určených veřejnosti na trh se tím velmi usnadní. Předpoklad byl navíc podmíněn tím, že se předkladatel novely poučí z krizového vývoje, který doprovázel, nebo doprovází průmysl nemovitostních fondů v některých státech. V analýze KCP (2005) byla provedena komparace kvantitativních

---

<sup>86</sup> Cca nad 1 mil. EUR

<sup>87</sup> Doposud byl majetek fondu oceňován pouze jednou ročně.

<sup>88</sup> Pokud však nemá příslušná ratingová agentura přístup k relevantním privátním informacím ohledně managementu fondu, může její ratingové ohodnocení vézt pouze ke koordinaci chování investorů, což následně zvyšuje riziko krize likvidity. Tudíž, narozdíl od pozitivních hodnocení, mohou ty negativní zvýšit náchylnost otevřených nemovitostních fondů ke krizím.

ukazatelů s cílem indikovat prvních pět zemí, jejichž sektor nemovitostních fondů se v celosvětovém měřítku řadí mezi nejúspěšnější, dále byly do širšího okruhu kandidátů zařazeny země, jejichž objem majetku v nemovitostních fondech přesahuje hodnotu 10 miliard EUR. Země byly následně obodovány dle pořadí daného státu v žebříčku za danou oblast<sup>89</sup>. Nejvyšší počet bodů získalo Německo, hned za ním Austrálie<sup>90</sup> a Spojené státy americké. Tím se tedy opět dostáváme k předchozím kapitolám, kdy byly analyzovány dvě hlavní formy kolektivního investování do realit.

Z výše popsaných výhod a nevýhod obou základních modelů fungování realitních fondů je jasné, že každá varianta je výhodnější v závislosti na specifických preferencích a liší se vzhledem k individuálnímu vztahu investorů k jednotlivým typům rizik. Když česká Komise pro cenné papíry hledala v roce 2005 vhodnou „předlohu“ pro připravovanou novelu Zákona o kolektivním investování, vzala v potaz (vzhledem k odlišnostem otevřeného i uzavřeného modelu) statisticky významná data o preferencích investorů a dospěla k následujícímu závěru a rozhodnutí: *„Přestože v celosvětovém měřítku jsou preference investorské veřejnosti mezi otevřeným a uzavřeným modelem nemovitostních fondů se zvýšenou pravděpodobností relativně vyvážené, v EU a zvláště v ČR jednoznačně převažují preference pro otevřený typ nemovitostních fondů. Tyto preference převažují též v celosvětovém měřítku, pokud zúžíme množinu investorů tak, aby zahrnovala pouze investory, kteří ze strany regulátorů vyžadují srovnatelnou míru ochrany jako mají ostatní fondy kolektivního investování.“* Implicitně se tedy dostáváme ke zdůvodnění, proč bylo pro českou legislativní úpravu retailových nemovitostních fondů vybráno právě Německo a otevřené typy fondů.

### **3.5.1. Možnost investic do realitních trustů v ČR**

Možnost otevřených nemovitostních fondů mají zatím upravenou ve svých legislativách pouze Německo, Rakousko, Řecko (zde systém nefunguje z daňových důvodů). Jisté kroky v tomto směru podnikají také Lucembursko a Francie. Nemovitosti se však stávají stále populárnější nejen v ČR, ale i v celé Evropě, proto se připravují právní struktury, které by

---

<sup>89</sup> Druhotně se však také přihlíželo k rozdílu jednotlivých zemí v žebříčku.

<sup>90</sup> Při zpracovávání Komparativní studie požádala Komise jednotlivé národní regulátory o odpovědi na vybrané otázky týkající se úpravy nemovitostních fondů ve vybraných zemích. Ne všechny regulatorní úřady však poslaly své odpovědi. Od Austrálie nebyla obdržena odpověď, navíc kulturní a legislativní podmínky Austrálie jsou od těch českých natolik odlišné, že varianta převzetí australské právní úpravy nemovitostních fondů nebyla logická.

umožňovaly další daňově efektivní formy kolektivního investování do nemovitostí. V Evropě je v současné době možné pozorovat silný trend zavádění realitních trustů dle vzoru amerických REITů.<sup>91</sup> Do svých legislativ zavádějí REITy země jako je Německo, Anglie, Itálie, Francie nebo Španělsko. Výhoda je spatřována zejména ve skutečnosti, že na rozdíl od otevřených fondů zde nedochází k neustálému přílivu a odlivu finančních prostředků. Nové peníze mohou do trustů vstupovat jen na základě navýšení kapitálu a to si může každý REIT sám regulovat. Státy si dále od zavedení této struktury investice do nemovitostí slibují lepší konkurenceschopnost se zahraničními trhy, posílení ekonomické situace v tomto odvětví, přilákání nových investic, především od zahraničních investorů.

Při přípravách českého návrhu novely zákona o kolektivním investování již byla možnost vzniku struktur investování do nemovitostí podobných REITům také diskutována. Myšlenka a následně iniciativa byla taková, aby bylo umožněno samotným investorům si vybrat dle individuálních preferencí a potřeb, zda chtějí svou investici vložit do retailového otevřeného nemovitostního fondu, nebo zda nakoupí akcie společnosti podobného typu REIT. Vzhledem k současným daňovým strukturám v ČR, bylo však založení společností obdobných jako jsou realitní trusty v USA technicky nemožné.<sup>92</sup> Jinou, alternativní variantou bylo, aby v Česku mohly vznikat fondy kvalifikovaných investorů, které by pak následně měli možnost své akcie sekundárně uvést na akciový trh.

Tato možnost byla taktéž předložena jako návrh pro zapracování do připravované novely zákona, nicméně jak uvedla ředitelka odboru Legislativy kapitálového trhu Ministerstva Financí ČR na konferenci věnované nemovitostním fondům<sup>93</sup>: *„tento návrh se již nepodařilo uplatnit. Tato iniciativa vyžadovala další a propracovanější harmonizaci v souladu s českými zákony, což bylo neslučitelné s plánovaným časovým harmonogramem schválení novely parlamentem.,,*

---

<sup>91</sup> V listopadu 2006 se v Barceloně konala celoevropská konference s názvem „REITs – Revolution in Europe.

<sup>92</sup> Viz KČP (2005)

<sup>93</sup> Konference AFAM ČR, AKAT ČR (2006): prezentace K. Cetlová

## **4. Otevřené nemovitostní fondy pohledem ekonomické teorie**

Tato kapitola již reflektuje skutečnost, že otevřená forma nemovitostních fondů byla zvolena v ČR jako nejvhodnější způsob uplatnění tohoto relativně nového investičního instrumentu retailovým klientům. V návaznosti na zahraniční (zejména německé) pozitivní, ale i negativní zkušenosti s otevřenými nemovitostními fondy, jsou tyto skutečnosti dány do souvislosti s aparátem ekonomické teorie. Tato část si klade za cíl analyzovat potenciální rizika těchto fondů a vyzdvihnout možné návrhy pro dosažení optimálního fungování nemovitostních fondů.

### **4.1. Role informací na trhu otevřených nemovitostních fondů**

Jak je zjevné z několika předchozích kapitol, riziko omezené likvidity otevřených nemovitostních fondů činí tyto fondy potenciálně více ohrožené krizemi, a následnými runy na fond. Fondy jsou ohroženy také díky možným problémům a nejasnostem spojených s procesem oceňování. Podněty a příčinami vzniku runů na otevřené nemovitostní fondy se ve své analýze zabývají autoři Bannier, Fecht a Tyrell (2007). Pokud se začnou snižovat výnosy z investic fondů, pro fond je stále obtížnější financovat běžné odkupy podílových listů. Pokud navíc dojde k následnému poklesu cen nemovitostí, vzniká díky nejasnému a nejednotnému oceňování nemovitostí příležitost arbitráže. Pokud totiž začnou klesat ceny nemovitostí, investoři mohou předpokládat také snížení cen, za které budou podílové listy fondu odkupovány.

Zejména pro institucionální investory, pro které jsou všeobecně transakční náklady nižší, je pokles cen na trhu nemovitostí podnětem odprodat své podíly rychle před devalvací cenných papírů fondu, aby následně po přecenění své finanční prostředky znovu reinvestovaly. Tyto zisky získané arbitráží samozřejmě silně oslabují likviditu příslušného fondu. Pokud tento již oslabený fond nedržel před přeceněním dostatečný podíl likvidních prostředků, může být vzniklou situací donucen začít odprodávat nemovitosti ze svého portfolia pod cenou, což vede k dalšímu snižování výkupních cen podílových listů. V důsledku toho začnou umořovat své podíly i drobní investoři, kteří dříve neměli nutnost odprodávat, případně neměli zájem na zisku získaném možnou arbitráží. Spirálovitě se tedy krize otevřeného nemovitostního fondu prohlubuje.

Kromě této krizové situace, kdy však krize vzniká na základě reálných událostí na trhu nemovitostí (fundamentally based crises), se může otevřený nemovitostní fond dostat do problémů pouze na základě pouhých očekávání a předpovědí investorů (self fulfilling crises). Vzhledem k delšímu časovému období, kdy je nemovitostní fond schopen transformovat svá dlouhodobá aktiva na likvidní prostředky, může i pouhý předpoklad, že investoři začnou odprodávat svoje podílové listy, vézt až k uzavření fondu – i když nedojde ke změně hodnoty fondu. Podobné situace analyzovali pro bankovní instituce Diamond, Dybvig (1983), teorie je však do jisté míry aplikovatelná i v případě realitních fondů. Investoři očekávající výraznější výběry z fondu, budou také předpokládat, že jejich finanční zprostředkovatel bude tímto donucen prodávat svá dlouhodobá aktiva pod cenou, aby si relativně rychle zajistil dodatečnou likviditu. Vzhledem ke skutečnosti, že tyto rychlé odprodeje snižují případné budoucí výnosy z nemovitostí, investoři následně anticipují také snížení ceny, za které budou odkupovány podílové listy, což implicitně sníží hodnotu jejich finančních nároků vůči fondu. Investoři tedy dostávají další impulsy k odprodeji svých podílů. Následně začnou i individuální investoři odprodávat své podíly ve velkém, čímž akorát posílí domněnky, které celou „akci“ rozpoutaly.<sup>94</sup>

Autoři Diamond a Dybvig ukázali, že pokud je výnosová křivka reálných investic rostoucí, bankovní systém (v tomto případě nemovitostní fondy) může zajistit efektivní sdílení rizik pro investory, kteří čelí vlastním šokům likvidity. Technicky vzato, funkce transformace likvidity otevřených nemovitostních fondů umožňuje více bodů rovnováhy. Pouze na základě očekávání investorů může převážit buď neefektivní ekvilibrium (krize) nebo efektivní, kdy finanční zprostředkovatel (v tomto případě nemovitostní fond) zůstává stabilní. Je zajímavé, že v tomto případě není možné s jistotou předvídat jakýkoliv výsledek. Investoři také musí mít povědomí o hodnotě fondu.

Jednou z hlavních nevýhod výše zmíněné self fulfilling krize je, že není možné předvídat, která z možných rovnovah bude dosažena. Teoretici<sup>95</sup> chování investorů zdůvodňují tzv. „sunspots“, tzn. neočekávanými událostmi, které ovlivňují chování investorů a které následně vedou k jednomu z možných bodů rovnováhy. Naopak některé analýzy oponují, že chování investorů není ovlivněno pouze nepředvídatelnými událostmi, ale také informacemi, které

---

<sup>94</sup> Tento mechanismus působí samozřejmě oboustranně. Tzn., že pokud investoři věří, že jiní investoři nebudou umořovat své podíly, sníží to jejich vlastní iniciativu k odprodeji svých podílů. Jejich vlastní úvaha dále řetězově podpoří úvahy ostatních, aby své podíly neumořovali.

<sup>95</sup> Banner, Fecht, Tyrell, (2007)

hodnotí podmínky na daném trhu. Například Carlsson, Van Damme (1993) zkoumali hry typu 2x2. Hráči pozorují vybranou hru, každý individuálně získává informace ohledně budoucích výnosů a následně si každý vybere jednu z možných akcí. V případě realitních fondů by se samozřejmě jednalo o informaci ohledně ocenění hodnoty fondu. Vzhledem ke složitosti a komplexnosti ocenění nemovitostí, se investoři v této situaci řídí jakoukoliv informací, která je jim poskytnuta. Pokud byla informace přesná a fond transparentně ocenil svá aktiva, bude dosaženo ekvilibrium, které nevede ke krizi. V tomto případě by investoři začali umořovat své podíly pouze v případě, že dostanou informaci o možných negativních transakcích při managementu portfolia fondu. Navíc, samotné chování investorů ovlivňuje hodnotu aktiv fondu, protože pravděpodobnost uzavření fondu se zvyšuje s počtem investorů, kteří odprodávají své podíly. V tomto smyslu, interakce mezi investory reprezentuje koordinační hru, kdy je možné předvídat chování investorů. Investoři zvolí optimální strategii, pokud dostanou privátní informaci oproti veřejně<sup>96</sup> dostupným informacím.<sup>97</sup>

Ale v praxi je díky specifické povaze nemovitostí jako aktiv a komplexnosti jejich oceňování pro investory dosti problematické získat informace ohledně hodnoty aktiv fondu.<sup>98</sup> Veřejně dostupné informace proto zůstávají velmi důležitým prostředkem při zprostředkovávání informací mezi managementem fondu a investory. Vzhledem k tomu, jak důležitou roli veřejné informace hrají, Bannier Fecht a Tyrell (2007) konstatovali, že jak úspěch, tak i neúspěch na trhu otevřených nemovitostních fondů fungují samostabilizačně. Dokud jsou podíly fondu vnímány jako zisková investice, tato anticipace vede k ještě dalšímu přílivu kapitálu do fondů, čímž upevňují stabilitu fondu. Naopak, pokud je vývoj ve fondu vnímán jako krize, může se to odrazit jako signál veřejnosti o celkovém negativním vývoji na trhu nemovitostí, což může vézt k významnému odlivu kapitálu a tento proces se přenesení i na další fondy působící ve stejném odvětví. Tento proces může být oslaben ale i posílen výroky veřejných poskytovatelů informací, jakými jsou například ratingové agentury a další.

---

<sup>96</sup> Veřejná informace je v tomto případě definována jako části informací dostupné všem investorům, kteří ví, že je znají všichni investoři, kteří ví, že atd...

<sup>97</sup> Morris, Shin, (2002)

<sup>98</sup> V tomto smyslu jsou znevýhodněni individuální investoři, protože narozdíl od institucionálních nemají k dispozici relevantní oddělení, která by sledovala situaci na trhu a průběžně se pokoušela předvídat změny hodnoty aktiv fondu.



#### **4.1.1. Důležitá role informací – vybrané příklady z praxe německých nemovitostních fondů**

V minulé podkapitole byly analyzovány likvidní problémy nemovitostních fondů v souvislosti se stručným zobecňujícím aparátem ekonomické teorie. Pomocí této obecnější analýzy bylo ukázáno, jakou důležitou roli mohou hrát ve fungování otevřených nemovitostních fondů informace. Tento fakt je však patrný nejen z teorie, ale také například z nedávného vývoje na trhu nemovitostních fondů v Německu. Názorné příklady představují fondy Deutsche Bank nebo KanAm fondy.

Pozastavení odkupů Deutsche Bank Grundbesitz Invest nastartovalo dohady veřejnosti ohledně stability odvětví německých nemovitostních fondů jako takových a vzneslo otázky ohledně toho, zda německé banky budou i nadále pokračovat v poskytování likvidních prostředků svým nemovitostním fondům. V letech 2005 a 2006 pak následně nemovitostní fondy čelili rozsáhlé krizi likvidity.<sup>99</sup> Díky včasnému oznámení mateřských bank o poskytnutí dodatečné nutné likvidity svým nemovitostním fondům bylo pozastaveno masivní umořování podílů, znovuobnovila se důvěryhodnost tohoto fondu a zabránilo se uzavírání dalších nemovitostních fondů.

Jiná situace nastala v případě KanAm, investiční společnosti, která vlastnila dva otevřené nemovitostní fondy a sama však nebyla vlastněna bankou. V lednu 2006 vydala německá ratingová společnost The Scope prohlášení, že po pozastavení odkupů fondů Deutsche Bank budou v tomto negativním trendu následovat i další nemovitostní fondy, což vyústí v run na realitní fondy. Na základě tohoto oznámení také společnost snížila ratingy oběma dceřiným fondům KanAm společně s doporučením prodeje podílových listů. V tomto případě je zajímavé, že doporučení odprodeje nebylo zapříčiněno vlastním přeceňováním aktiv, naopak výkonnost obou fondů byla v té době poměrně dobrá. Ratingová agentura The Scope argumentovala, že snížila ratingy na základě pochybností ohledně The Mills Corporation, jednoho z klíčových partnerů KanAm na americkém realitním trhu. I když neměla tato americká společnost na celkovém portfoliu nemovitostních fondů významnější podíl, analytici The Scope předvíдали masivní odliv likvidních prostředků z fondů, což se i následně (díky sníženému ratingovému ohodnocení) stalo a společnost KanAm musela koncem ledna pozastavit odkupování u obou svých nemovitostních fondů.

---

<sup>99</sup> Viz kapitola 3.4.o krizi nemovitostních fondů v Německu.

Vzhledem ke skutečnosti, že získat jakékoliv privátní informace je v případě trhu nemovitostí v podstatě nemožné, zvýšený zájem o veřejně dostupnou informaci prostřednictvím ratingového oznámení zvýšil pravděpodobnost vícečetného ekvilibria. Negativní informace poskytnuté společností The Scope ovlivnily investory k neefektivním rozhodnutím vybírat své finanční prostředky, což následně dovedlo fondy až k pozastavení odkupů. Krizi přispělo i to, že investoři velmi rychle zareagovali na veřejnou informaci, aniž by se sami pokusili vyhledat objektivní důvody, proč by měly své podíly ve fondech umořit. Přesně tato reakce vyjadřuje dvojí úlohu, kterou hrají veřejné informace na finančních trzích. Na jedné straně mají informační obsah, na straně druhé však často ovlivňují a usměrňují chování investorů.

#### **4.2. Model optimálních finančních krizí a jeho aplikace na činnost otevřených nemovitostních fondů**

Nejen nemovitostní fondy v Německu se však během historie své existence dostaly do krizové situace. Jako názorný příklad lze zmínit dánský fond RODAMCO, který čelil problémům v 80. letech. Krizí likvidity a důvěry investorů si v osmdesátých letech prošly i nemovitostní fondy v Rakousku a dokonce i ve Švýcarsku. Německé fondy byly tedy spíše evropskou výjimkou, protože byly úspěšné skoro padesát let. V nedávné době byla v Německu učiněna určitá opatření, která měla upřesnit tamní legislativu natolik, aby se nemovitostní fondy vyvarovaly riziku runu. Avšak tato opatření měla záměr je částečně transformovat na uzavřené struktury, čímž by byly potlačeny výhody, které plynou z investic do otevřených typů fondů.

Následující text se pokouší s pomocí aparátu ekonomické teorie ukázat, že struktura otevřených nemovitostních fondů může být relativně stabilním řešením (jako v případě komerčních bank). Tato analýza vychází z práce Tyrella a Sebastiana (2006). Autoři využili již existujících mikroekonomických studií týkajících se fungování bankovních systémů a následně tento teoretický aparát modifikovali pro odpovídající formalizaci situací na trhu nemovitostních fondů. Otevřené nemovitostní fondy do jisté míry vykazují podobnosti s fungováním bank, a proto by také mohly být analyzovány na základě podobného teoretického aparátu. Klasický přístup představuje již v předchozím textu zmíněná studie bankovních systémů od Diamonda a Dybviga (1983), kde jsou runy na banky způsobeny

následkem vícenásobného ekvilibria. Následně tento model zobrazuje optimální kontrakt mezi finančním zprostředkovatelem a zákazníkem, který je vystaven nejistotě s ohledem na potřebu vlastní spotřeby. Předpoklady tohoto modelu jsou však nevhodné pro aplikaci na analýzu realitních fondů. Model totiž předpokládá, že výnos depozit je neměnný a že výnos nelikvidních aktiv je bez rizika.

Práce autorů Allena a Galleho (1998) a jejich model optimálních finančních krizí byl pro analýzu systému nemovitostních fondů jako základní teoretický aparát vhodnější, zejména díky předpokladu rizikovosti dlouhodobých aktiv a výnosu depozita, který se liší v závislosti na poptávce po dřívějších odprodejích podílových listů.

#### 4.2.1. Základní rámec modelu

Předpoklady:

- tři časová období  $t = 0, 1, 2$
- ekonomika pouze s jedním statkem (možnost spotřeby nebo investice do likvidních aktiv)
- $L$ .....likvidní aktiva
- $X$ .....nelikvidní aktiva (např. nemovitosti, není možné prodat v krátkém období)
- $z$  .....% výnos (ztráta) z nemovitosti p.a./100;  $z \in (-1; \infty)$
- $R$ .....výnosový faktor,  $R = (1 + z)$ , stochastická produkční technologie, transformace investované jednotky v  $t_0$  na  $R$  jednotek v čase  $t_2$ ,  $E[R] > 1$
- funkce hustoty  $f(R)$  je definována v rozmezí  $[0, R_1]$
- velké množství identických investorů
- celkové vybavení statky = 1
- $c_t$  ..... spotřeba v  $t = 1, 2$
- $u(\cdot)$ ..... neoklasická konkávní užitkovou funkci
- $d$ .....minimální fixní částka k výplatě, závazek fondu

Předpokládáme tři časová období  $t = 0, 1, 2$ , dále ekonomiku pouze s jedním statkem, který může být buď spotřebován nebo investován. Fond může v čase  $t_0$  investovat do likvidních (bezpečných) aktiv  $L$  nebo nelikvidních (rizikových)  $X$ , která mohou být jednoduše interpretována jako nemovitosti. Rizikové aktivum je reprezentováno produkční technologií,

kteřá transformuje investovanou jednotku v  $t_0$  na  $R$  jednotek v čase  $t_2$ , kde  $R$  je nezáporná náhodná veličina s funkcí hustoty. Předpokladem, který odpovídá charakteristice nemovitostí, je také skutečnost, že nelikvidní aktivum není možné prodat v krátkém termínu.

Dále předpokládáme existenci velkého množství identických investorů, celkové vybavení investorů statky je normalizováno jako 1 jednotka. Samotní investoři mohou investovat pouze do likvidních prostředků.<sup>100</sup> Investoři dostanou krátce před  $t_1$  veřejný signál o realizaci případného výnosu z rizikového aktiva, která dále determinuje jejich následující chování. Část investorů bude vystavena šoku likvidity a bude chtít konzumovat v  $t_1$  (netrpěliví), část bude konzumovat až v  $t_2$  (trpěliví). Navíc, těsně před obdobím 1 dostane každý investor informaci o tom, ke které skupině investorů patří. Pro zjednodušení modelu předpokládáme, že obě skupiny investorů jsou stejné a každý spotřebitel má stejnou příležitost náležet do určité skupiny.

Užitková funkce je definována následovně:

$$U(c_1, c_2) = \begin{cases} u(c_1) & \text{s pravděpodobností } 1/2 \\ u(c_2) & \text{s pravděpodobností } 1/2 \end{cases} \quad (1)$$

$c_t$  představuje spotřebu v  $t = 1, 2$  a  $u(\cdot)$  neoklasickou konkávní užitkovou funkci. Fond má oproti drobným investorům dvě výhody, může vlastnit portfolio skládající se z obou typů aktiv a také nabízí pojištění likvidity těm investorům, kteří si zcela nejsou jisti svými potřebami likvidních prostředků v příštím období. Typická depozitní smlouva může být reprezentována následujícím:

---

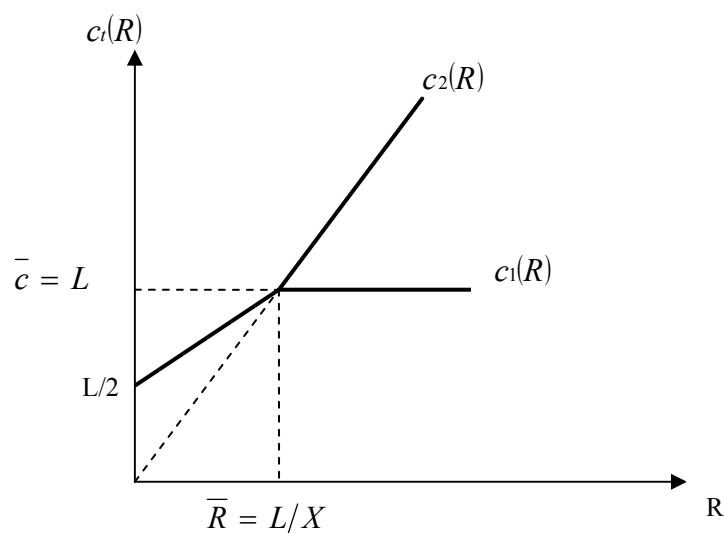
<sup>100</sup> Tento předpoklad v sobě odráží skutečnost, že ohodnotit nemovitosti je velmi složité a samotní investoři nemají v tomto oboru obvykle dostatek informací a zkušeností. Rolí nemovitostního fondu je tedy investovat jménem svých zákazníků, protože manažeři fondu jsou specialisté ve svém oboru. Podrobněji Tyrell, Sebastian (2006)

$$\max E[uc(R) + uc_2(R)]$$

- (i)  $L + X \leq 1;$  (2)
- (ii)  $c_1(R) \leq L;$
- (iii)  $c_2(R) \leq L - c_1(R) + RX;$
- (iv)  $c_1(R) \leq c_2(R).$

První tři podmínky představují rozpočtová omezení. Celková investovaná částka nesmí být vyšší než původní celkové vybavení investorů, výše likvidních aktiv musí být dostatečná pro uspokojení potřeb netrpělivých zákazníků, hodnota rizikových realitních aktiv  $RX$  plus hodnota likvidních prostředků pro odprodeji netrpělivým zákazníkům bude vyplacena zákazníkům, kteří své podíly neodprodali. Poslední omezení představuje podmínku kompatibility, tzn. za předpokladu, že trpělivější investoři nebudou imitovat ty netrpělivé, musí být zaručeno, že pro každou hodnotu  $R$  na tom budou ti trpělivější minimálně stejně dobře jako netrpěliví. Vzhledem k rozsahu výpočtů a celkovému kontextu této práce budou následně prezentovány pouze dílčí výsledky a závěry, podrobněji je proces řešení nastíněn v příloze.

Graf 4-1: Optimální kontrakt sdílení rizika



Zdroj: Allen, Galle (2001): Comparing Financial Systems

V čase 0 budou zvoleny  $L$  a  $X$ , v čase 1 je pozorován výnos z  $X$ ,  $R$ . Pokud signál udává  $R = 0$ , dlouhodobé aktivum neponese v čase 2 žádný výnos a oba typy investorů budou vyplaceni částkou  $L$ . Každá skupina investorů tedy obdrží  $L/2$ .  $L$  jsou všechny prostředky, které jsou dostupné a pro maximalizaci užítku v  $t_0$  je efektivní rozdělit spotřebu rovnoměrně mezi obě skupiny spotřebitelů  $c_1(0) = c_2(0) = L/2$ . Ti netrpělivi spotřebují svůj podíl v čase 1, zbytek je podržen do období 2. Se zvyšováním  $R$ , obě skupiny mohou spotřebovávat více. Pokud signál informuje, že  $R \leq L/X \equiv \bar{R}$ , optimální alokace zahrnuje převedení části likvidních aktiv do  $t_2$  kvůli doplnění nízkých výnosů rizikových aktiv pro zbývajících spotřebitelů. Pokud je signál opačný, tzn.  $R \geq \bar{R}$ , pak by netrpělivi spotřebitelé měli v čase 1 konzumovat maximální možné množství.

Nyní se naskytá otázka, jakým způsobem by bylo možné tento optimální kontrakt úspěšně implementovat. Uvažujeme proto dodatečnou situaci, kdy finanční zprostředkovatel, v tomto případě nemovitostní fond, přislíbí vyplatit v každém období fixní částku. V případě, že fond nebude schopen dostát tomuto závazku, musí pak vyplatit veškerá dostupná aktiva rovnoměrně mezi zákazníky. Slíbenou sumu netrpělivým (resp. trpělivým) spotřebitelům je označena  $d_1$  (resp.  $d_2$ ). Problém optimálního kontraktu za daných omezení je rozšířen o omezení:

$$c_1(R) \leq d \text{ a } c_1(R) = c_2(R) \text{ pokud } c_1(R) < d. \quad (3)$$

Pokud bychom analyzovali oba problémy (2) a (3) zjistíme, že oba budou mít úplně stejná řešení. Očekávaný užitek řešení obou problémů je stejný, proto otevřený nemovitostní fond může stimulovat efektivnost využíváním způsobu, kdy je zaručena výplata fixní částky. V tomto druhém případě je zajímavá skutečnost, že je zde již zahrnuta v úvaze možnost runu na fond. Částečné runy na fond jsou tedy v případě realizace nízkých výnosů z dlouhodobých aktiv (nemovitostí) pro optimum dokonce žádoucí.

Tento teoretický aparát nebyl přímo zkonstruován pro analýzu nemovitostních fondů, je potom tedy možné polemizovat o jeho přímé aplikovatelnosti na toto odvětví.<sup>101</sup> Případně

---

<sup>101</sup> Předpoklad, že otevřené nemovitostní fondy v krizové situaci distribuují své likvidní prostředky rovnoměrně mezi zákazníky, je v tomto případě realistický. Jak dokazují události v Německu v nedávné době, v určité fázi runu fondy nedodržují pravidlo „first-come, first-served“, ale vyplácejí zákazníky odprodávající své podílové listy rovnoměrně stejnou částkou.

nereálné předpoklady dále sloužily jako podněty pro relevantní modifikace modelu, které jsou nutné pro přesnější zachycení nejdůležitějších charakteristik nemovitostních fondů.

#### 4.2.2. Modifikace základního modelu I. – Náklady na likvidaci aktiv

Dodatečné předpoklady:

- předběžná likvidace aktiv generuje dodatečné náklady
- $r$ .....výnos z  $L$  drženého mezi obdobími  $t_1$  a  $t_2$ ,  $r > 1$ ,  $r = (1 + i)$
- $i$ .....úroková míra setinná<sup>102</sup>, p.a.
- $r - 1 > 0$ ..... náklady předběžného zbavení se likvidních aktiv<sup>103</sup>
- $E[R] > r$ ..... vyšší produktivita rizikových aktiv než bezpečných

Nerealistický je předpoklad, že případné runy na fond nemají vliv, nesnižují výnosy z aktiv a jsou proto optimální. Pokud se fond dostane do problémů, vzniká umrtvená ztráta, protože předběžné zbavování se aktiv fondu je nákladné. Dále se naskýtá úvaha, co se stane v případě, že likvidní aktiva poskytují vyšší výnos pokud jsou držena fondem než samotnými investory. Vzniká tedy další náklad držení likvidních aktiv mimo struktury fondu. V následující části je zdůrazněn trade-off mezi optimální mírou rizika a výnosem z portfolia fondu, jako důsledek skutečnosti, že likvidace bezrizikových aktiv fondů s sebou nese dodatečné náklady, které snižují efektivnost.

Uvažujeme situaci, kdy předběžná likvidace aktiv generuje dodatečné náklady. Manažer nemovitostního fondu řeší problém stanovení optimální míry rizika, kdy vybírá množství prostředků investovaných do likvidních (bezpečných) aktiv a nemovitostí (rizikových aktiv). Od původního modelu se tato situace liší pouze v omezení, které reflektuje, že bezpečná aktiva nesou výnos pokud jsou držena mezi obdobími  $t_1$  a  $t_2$ .

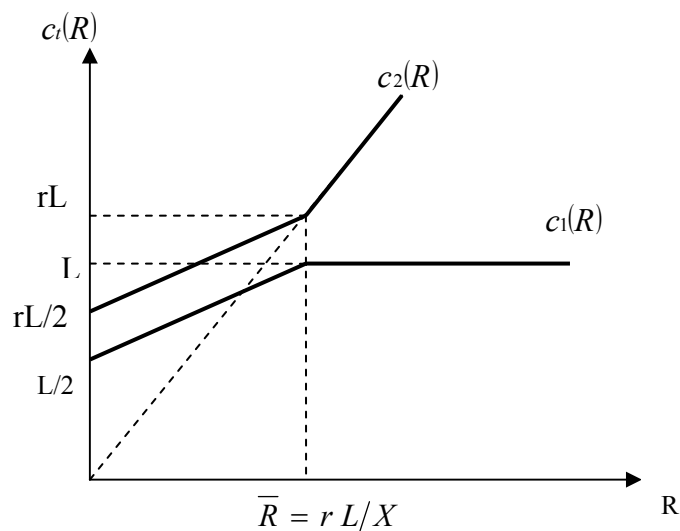
$$c_2(R) \leq r(L - c_1(R)) + RX \quad (4)$$

<sup>102</sup> Například úroková míra běžných účtů v peněžních ústavech.

<sup>103</sup> Tento předpoklad lze interpretovat například jako diskont za předčasné odprodeje podílů nemovitostních fondů. Jedná se o tzv. náklady příležitosti, fond přichází o úroky, které by získal ponecháním likvidních prostředků například na bankovním účtu.

Řešení je podobné jako u problémů (2) a (3).

Graf 4-2: Optimální kontrakt sdílení rizika s náklady na likvidaci aktiv



Zdroj: Allen, Galle (2001): Comparing Financial Systems

Nyní se opět naskýtá otázka, zda lze implementovat optimální alokaci rizika i v situacích, kdy se v rovnováze připouští případná existence runů na fondy. Pro analýzu je nutno opět reformulovat problém. Je navíc bráno v úvahu  $\alpha(R)$  jako podíl trpělivých investorů, kteří se rozhodnou odprodat své podíly dříve, protože tato skutečnost má následně vliv na možnosti spotřeby v obou obdobích.

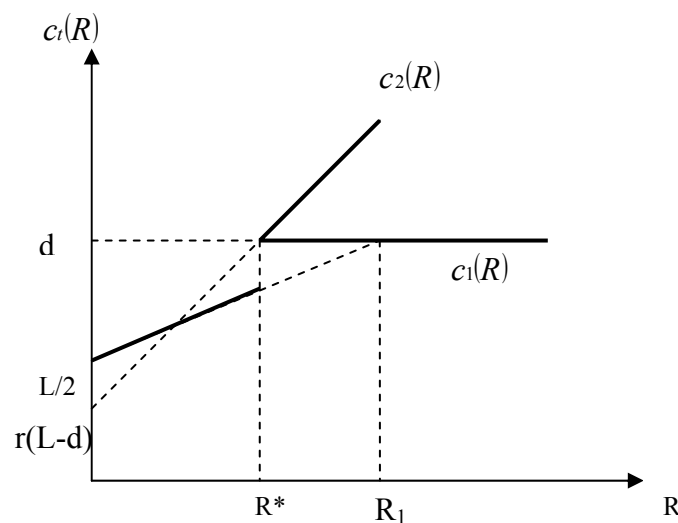
V případě, že fond není vystaven žádnému runu, netrpěliví investoři budou vyplaceni slíbenou částkou a zbyte taková dostatečná částka také pro trpělivé investory, aby byla splněna podmínka kompatibility. Pokud je výnos  $R < R^{*104}$ , následuje částečný run na fond. Výnos je navíc příliš nízký, aby bylo možné netrpělivým investorům vyplatit částku  $d$  a těm trpělivým neméně. Paradoxně je tedy run na fond jediná situace, při které je možné „ubrat“ těm netrpělivým, aby byl zaručen stejný nebo vyšší výnos pro trpělivé investory (podmínka kompatibility). Obě skupiny by byly totiž vyplaceny stejnou částkou. V případě opačném, tedy pokud  $R > R^*$ , je vždy možné runu zabránit, což je optimální a efektivní, protože fond využije relativně vysoký výnos z rizikového aktiva, nemovitosti.

<sup>104</sup>  $R^*$  je kritická hodnota  $R$ , při jejímž překročení dochází k runu na fond. Odvození v příloze této práce.



Problém má dvě možná řešení. První je stejné jako v části 5.2.1. Celková likvidní částka bude vyplacena investorům v období 1, run trpělivých investorů na fond nenastane. Druhé řešení je v období 1 celkové likvidní prostředky vyplaceny nebudou (= podíl skupiny netrpělivých bude nižší), zbylá částka bude podržena do období 2. Z druhého dílčího výsledku také vyplývá, že  $d > R^* X + L$ , proto v bodě  $R^*$  dochází k diskontinuitě způsobené náklady na likvidaci aktiv.

Graf 4-3: Kontrakt fondů otevřeného typu s náklady na likvidaci aktiv



Zdroj: Allen, Galle (2001): Comparing Financial Systems

To, které ze dvou zmíněných řešení bude optimální, záleží zejména na rozdíle výnosů obou typů aktiv  $E[R] - r$  a nákladech předčasné likvidace aktiv. Podíl likvidních prostředků v portfoliu fondu bude vyšší, pokud jsou náklady na předčasnou likvidaci vysoké a rozdíl výnosů je pouze mírný. V takovém případě je pro fond optimální dobrovolná prevence runů ve formě dostatečné investice do likvidních aktiv. Optimální investice do rizikových dlouhodobých aktiv se potom zvyšuje s v případě, že poptávka po likviditě se nebude zvyšovat a s nižší averzí vůči riziku u části investorů.

Oba výše zmíněné možné výsledky jsou však neefektivní ve srovnání s kontraktem sdílení rizika s náklady na likvidaci krátkodobých aktiv, který neuvažuje možnost runu na fond. Neefektivnost vzniká díky faktu, že likvidace méně rizikových aktiv a jejich držení klienty do období  $t_2$  je méně produktivní, než ponechání likvidních aktiv uvnitř nemovitostního fondu.

### 4.2.3. Modifikace základního modelu II. – Sekundární trh

Dodatečné předpoklady:

- $L_s$ .....likvidní prostředky v majetku spekulátorů
- $X_s$ .....nelikvidní aktiva v majetku spekulátorů
- $W_s$ ..... celková aktiva spekulátorů

Další nereálnou situací předpokládanou v předchozích modelech je absolutní nelikvidnost dlouhodobých aktiv. Je to také hlavní důvod, proč runy na fondy byly v předchozích modelech pouze částečné. Tato podkapitola tedy uvažuje zavedení sekundárního trhu pro nemovitosti v čase  $t_1$ . Pokud ve fondu nedojde k (částečnému) runu, tento předpoklad nemá významnější vliv. Ve druhém případě tomu již tak není.

Pokud signály mluví o hodnotě výnosů  $R < R^*$ <sup>105</sup>, i trpěliví investoři začnou odprodávat své podíly v obavě, že nebude dodržen závazek fondu vyplatit alespoň  $d$ . Run na fond však v tomto případě nebude pouze částečný. Trpěliví investoři budou předpokládat, že fond začne prodávat nemovitosti, aby dostal svým závazkům, pak je namístě obava, že v období 2 nezbyde dostatek prostředků pro jejich výplatu. A protože za situace  $R < R^*$  musí fond vyplatit všechny stejnou částkou, jediným způsobem, jak toho dosáhnout, je prodej veškerých aktiv a výplata všech odprodávajících investorů částkou nedosahující ani hodnoty  $d$ . Trpěliví investoři se tedy všichni přidají k runu, aby si zajistili „alespoň něco“. Z této skutečnosti tedy plyne příčina celkového runu na fond.

V této situaci je také relevantní analýza vývoje ceny rizikového aktiva na trhu nemovitostí. Předpokládáme, že na trhu existují kromě fondů také jiní účastníci, spekulanti. V čase 0 si tito spekulanti vyberou portfolio dvou druhů aktiv  $(L_s, X_s) > 0$  v závislosti na jejich rozpočtovém omezení  $L_s + X_s = W_s$ .

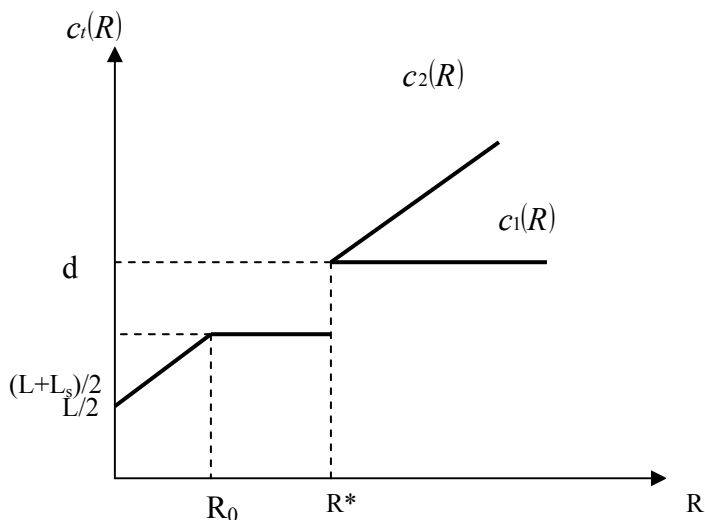
Následně potom můžeme rozlišit dva případy, jak se bude cena vyvíjet. Pokud se bude  $R$  pohybovat v rozmezí  $R_0 < R < R^*$ , cena bude determinována dostupným množstvím hotovostních prostředků v majetku spekulátorů. Následně se tedy vyplacená částka investorům bude rovnat součtu  $L$  a  $L_s$ . Pokud však hodnota  $R$  bude ještě nižší než  $R_0$ , cena

---

<sup>105</sup> Kritickou hodnotu  $R^*$  lze odvodit z předpokladu, že fond musí mít vždy dostatek prostředků na vyplacení částky  $d$  trpělivým i netrpělivým investorům, tedy  $d = R^*X + L$ .

prodáváného aktiva bude ekvivalentní jeho tržní hodnotě, která bude nízká<sup>106</sup>. Cena prodáváných dlouhodobých aktiv na trhu tedy prudce klesne, jen když je výnos nemovitostí dostatečně nízký, aby vyprovokoval run na fond, ale ne natolik nízký, že dostupné finanční prostředky budou dostatečné pro zaplacení jejich tržní hodnoty.

Graf 4-4: Kontrakt otevřeného fondu s možností prodeje aktiv na sekundárních trzích



Zdroj: Allen, F., Galle, D. (2001): Comparing Financial Systems

#### 4.2.4. Funkce monitoringu

Jako poslední se nabízí zhodnocení struktury otevřeného nemovitostního fondu z pohledu corporate governance. Autoři Sebastian a Tyrell (2006) se ve své rozsáhlé analýze zabývali také otázkou, zda je schopna struktura otevřeného nemovitostního fondu poskytovat také určitou monitorovací funkci činnosti manažerů nemovitostních fondů. Analýza tohoto tématu byla založena na již existujících analýzách, které argumentovaly, že pokud fond existuje v uzavřené formě, nemá účinné prostředky ochrany v případě špatných výsledků managementu. Pokud by však investoři vložily své úspory do otevřeného nemovitostního fondu, mají možnost kdykoliv fond opustit a odprodat své podíly. Hrozba runů na fond plní

<sup>106</sup> V tomto případě by se opravdu muselo jednat o velmi nekvalitní nemovitost, která navíc vykazuje minimální výnosy z nájmu.

tedy do určité míry funkci závazku pro manažery fondu, motivuje je, aby vynaložili vysoké úsilí narozdíl od pokusů o netransparentnost jejich manažerských rozhodnutí.

### **4.3. Shrnutí**

Odliv likvidního kapitálu z fondů, který vyústí v run na fond, nemusí být vždy neefektivní. Za situace nízkých výnosů z nemovitostních aktiv (oproti jiným investičním možnostem) je částečný run z pohledu sdílení rizika dokonce optimální. Tento dílčí závěr platí do určité míry i v případě uvažování nákladů spojených s likvidací krátkodobých aktiv. Za tohoto předpokladu však dochází k umrtvené ztrátě. Tu nevyřeší ani opuštění předpokladu naprosté nelikvidnosti dlouhodobých aktiv. Naopak, v případě zavedení sekundárního trhu a možnosti prodeje nemovitosti, vznikají další ekonomické náklady jako například pád ceny nemovitostí.

Je tedy možné učinit následující závěr: Otevřená struktura nemovitostních fondů je výhodná díky nabízené možnosti okamžitých odprodejí podílových listů, jakéhosi pojištění likvidity. Z tohoto důvodu prezentuje tato otevřená forma vhodné řešení pro sekuritizaci nemovitostních nebo jiných druhů nelikvidních aktiv. Není nutné, aby byly nemovitostní fondy transformovány hromadně na uzavřené struktury jako určitá obrana před hrozbou runů. Runy na fond by měly být chápány do jisté míry jako přirozený proces vyčištění trhu od fondů s nekvalitním portfoliem nebo managementem. Otevřená forma nemovitostních fondů navíc slouží také jako fungující instrument pro kontrolu investorů nad manažery fondu. Neexistuje významnější důvod, proč by v daném státě měla být volba investorů regulátorem omezena pouze na tu či onu formu retailových nemovitostních fondů<sup>107</sup>. Otevřené struktury s sebou nesou své nesporné výhody, proto by rozhodování a volba formy finančního zprostředkovatele měla být ponechána na samotných investorech a jejich individuálnímu vnímání rizika. Pro optimální fungování oblasti kolektivního investování je vždy pozitivní možnost volby.

Tato analýza byla vytvořena primárně pro analýzu německého trhu a krize likvidity a důvěry, kterou nedávno tento trh procházel. Zajímavá by byla také aplikace na fungování trhu v České republice. Lokální trh nemovitostních fondů se však teprve vytváří, proto by nebylo možné

---

<sup>107</sup> V této úvaze nejsou brány v potaz lokální legislativní a daňové podmínky jednotlivých států. Například při přípravě české legislativní úpravy nebylo z těchto důvodů možné uzavřené struktury (obdobné americkým REIT) do ZKI doposud implementovat.

teoretické závěry podložit relevantními empirickými daty. Nicméně v budoucnu by tato kapitola mohla posloužit jako výchozí bod pro rozsáhlejší teoretickou analýzu českého segmentu nemovitostních fondů.

## **5. Současnost a budoucnost nemovitostních fondů v ČR**

### **5.1. Současné možnosti investice do nemovitostí v ČR**

V současnosti je velmi oblíbený přímý nákup bytu či domu a jejich následné pronajímání. V Česku panuje přesvědčení o vysoké ziskovosti a bezrizikovosti přímé investice do nemovitosti, která navíc přináší stabilní příjmy v podobě pravidelných nájmu. Investoři se stále spoléhají na pozitivní vývoj českého realitního trhu v uplynulých patnácti letech, který byl umožněn narůstající dostupností hypoték pro lidi s průměrnými příjmy, nespokojeností části veřejnosti s legislativními změnami uvolňujícími regulované nájemné a také dospíváním silných ročníků ze 70. let. Občané investující do jedné nemovitosti často neuvažují, že obhospodařování investice bude vyžadovat čas, starosti, průběžné náklady a dobrý odhad. Přímý nákup nemovitosti vyžaduje velmi vysokou vstupní investici, navíc neumožňuje diverzifikovat riziko.

V období dobré dostupnosti hypotečních úvěrů se také nabízí myšlenka zvolit si hypotéku jako investici. Pronajatá nemovitost by se tedy v podstatě samofinancovala. Speciálně v druhém uvedeném případě se sice nabízí vyšší výnos díky využití pákového efektu, avšak na druhou stranu se jedná o vysoce rizikovou záležitost zejména díky cash flow, které se i případě pronajmutí pohybuje okolo nuly. Samofinancovatelnost nemusí být dosažena po celou dobu hypotéky a pokud by tato situace nastala, investor musí dále doplácet ze svých zdrojů. Při ochabnutí poptávky po nájemním bydlení majiteli nemovitosti s hypotékou zůstávají vysoké, průběžné fixní náklady, které musí při poklesu tržního nájemného nebo nedostatku nájemníků hradit ze svého. Může se tedy stát, že nebude mít dostatek finančních prostředků a o nemovitost přijde.

Nabízí se tedy porovnat ziskovost investice do nemovitosti s alternativou bezpečnější investice, například do dluhopisů. Pro výpočty bylo uvažováno financování investice pouze z vlastních zdrojů. Výnosnost investice byla zhodnocena pomocí vnitřního výnosového procenta (Internal Rate of Return). Vnitřní výnosová míra je taková diskontní míra, při které se současná hodnota očekávaných výnosů (cash flow) rovná nákladům na investici. Jedná se tedy o úrokovou míru, při které čistá současná hodnota investice (Net Present Value) odpovídá nule.

$$PV = \frac{FV_1}{(1+r)} + \frac{FV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FV_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

$PV$ .....současná hodnota

$FV_i$ .....budoucí hodnota v  $i$ -tém okamžiku

$r$ .....vnitřní výnosová míra

Pro výpočet výnosnosti je možno tuto rovnici modifikovat na tvar:

$$V_0 + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^{t_i}} - \frac{V_{n+1}}{(1+r)^{t_{n+1}}} = 0 \quad (2)$$

$V_0$ .....počáteční tržní hodnota

$C_i$ ..... $i$ -tý hotovostní tok

$V_{n+1}$ .....koncová tržní hodnota portfolia

$t_i$ .....čas od začátku období do okamžiku  $i$ -tého hotovostního toku

### **Případová studie – Výnosnost přímé investice do nemovitosti**

#### Předpoklady:

- Nákup nemovitosti na konci roku 2001 za 2 500 000 Kč (uvažovány jsou celkové náklady na pořízení bytu 2+1 o rozloze cca 68 m<sup>2</sup><sup>108</sup> včetně základního vybavení a provize realitní kanceláři).
- Byt je dlouhodobě pronajímán. Průměrná obsazenost je uvažována jako 11 měsíců v roce vzhledem k nejistotě pronajmutí bytu nebo průtahům při změně nájemníků. V letech 2002 a 2003 měsíční nájemné 8 000 Kč, 2004 – 2005 10 000 Kč, 2007 pronajímáno za 11 000 Kč.<sup>109</sup>
- Měsíční poplatky (fond oprav, energie, atd...) v letech 2002 a 2003 ve výši 2 500 Kč následně zvýšení na 2 700 Kč.
- V roce 2004 drobné opravy v bytě ve výši 20 000 Kč
- Sazba daně z příjmu fyzických osob 15 %
- Na začátku roku 2007 je možné byt prodat za cenu 3 150 000 Kč<sup>110</sup>

<sup>108</sup> Jedná se o „typický“ byt dle Českého statistického úřadu.

<sup>109</sup> Vzhledem k vysokému počtu transakcí (příjmy z nájmu a výdaje za poplatky a drobné opravy) během šesti let je cash flow uvažováno pouze jako jednou ročně.

<sup>110</sup> Prodejní cena byla stanovena na základě hrubého odhadu, díky neexistenci relevantních cenových map.

Tabulka 5-1: Průměrná roční výnosnost přímé investice do nemovitosti

	Výdaje	Příjmy	Cash flow	Po zdanění
2001	2500000	0	-2500000	-2500000
2002	27600	88000	60400	51340
2003	27600	88000	60400	51340
2004	47600	110000	62400	53040
2005	30000	110000	80000	68000
2006	30000	121000	91000	77350
2007	0	3150000	3150000	3150000
<b>Dosavadní výkonnost investice p.a.</b>			<b>6,11%</b>	<b>5,78%</b>

Zdroj: vlastní výpočet<sup>111</sup>

Všechny výše uvedené faktory jsou velmi nejisté a proto mohou výnosy být velmi volatilní v závislosti na aktuálním vývoji trhu s nemovitostmi, ale také na dalších faktorech jakými je lokalita pořízené nemovitosti, její technický stav, a jiné. V současné době ještě není možno porovnat tuto výkonnost díky nedostatku potřebných dat s průměrným výnosem nemovitostních fondů. Dle německé zkušenosti (kde má nemovitostní trh velmi podobné charakteristiky jako lokální) však nemovitostní fondy nabízely v průběhu své třicetileté historie průměrné zhodnocení okolo 4 – 5 % za předpokladu o dost nižšího rizika.<sup>112</sup>

Nákup akcií firmy podnikající v nemovitostním sektoru je nepřímou investicí do nemovitostí. Investor si v případě zájmu může vybrat z akcií nemovitostních firem podle toho, na jakou burzu má přístup jeho obchodník. U nemovitostních firem nezáleží na tom, v jaké zemi mají sídlo nebo na jaké burze jsou jejich akcie kotovány, ale na konkrétních projektech, které tvoří jejich ekonomickou činnost (regionální a sektorové rozložení, vyhlídky ziskovosti atd.). Tento způsob s sebou nese typická rizika přímých investic do akcií, tzn. z dlouhodobého hlediska vyšší potenciální výnosy z držení akcií, na druhé straně ale vyšší rizikovost. Formou vyplácených dividend profituje investor na zisku společnosti, avšak nikoliv na samotném růstu cen nemovitostí.

V posledních letech pronikla vysoká obliba investic do realit také do fondové nabídky investičních společností. Fond, který ve svém názvu obsahuje slovo nemovitostní nebo realitní, nechybí v nabídce žádné významnější investiční skupiny operující na českém trhu.

<sup>111</sup> Pro konkrétní výpočet byla využita funkce excelu „Hledání řešení“.

<sup>112</sup> Viz kapitola 3.2.



Ne vždy se však jedná o klasické nemovitostní fondy investující přímo do nemovitostí. Společnosti často využívají slova „nemovitostní“ jako výhodného marketingového prostředku. Nabízejí sice fondy, jejichž podkladová aktiva jsou svázána s realitním trhem, nicméně tento nepřímý způsob investic do realit s sebou nese odlišné charakteristiky než zmíněné „klasické“ nemovitostní fondy. V následující části jsou popsány jednotlivé možnosti investic do realit prostřednictvím podílových fondů v ČR společně s vybranými příklady fondů podnikajících v ČR, které daný typ reprezentují.

### **5.1.1 Akciový fond**

Jedná se o typický směrnicev (UCITS) typ fondu investující svěřené finanční prostředky do akcií developerských společností nebo do nemovitostních společností. Oproti klasickým nemovitostním fondům má tato forma výhody, kterými jsou vyšší likvidita a výnosy srovnatelné s akciovými trhy. Tento způsob je méně náročný a levnější na provoz, protože je oproštěn od vysokých transakčních nákladů spojených s pořizováním a následnou správou nemovitostí. Nevýhodou jsou naopak vyšší volatilita (na úrovni akciových sektorových fondů) a nemožnost kontroly nad kupovanou nemovitostí. Příklady na českém trhu jsou například: Fond nemovitostních akcií, otevřený podílový fond ČP Invest (ČP INVEST investiční společnost, a.s.), ČSOB Realitní Mix (ČSOB investiční společnost, a.s.), KB realitních společností (Investiční kapitálová společnost KB, a.s.).

### **5.1.2. Zajištěný růstový fond**

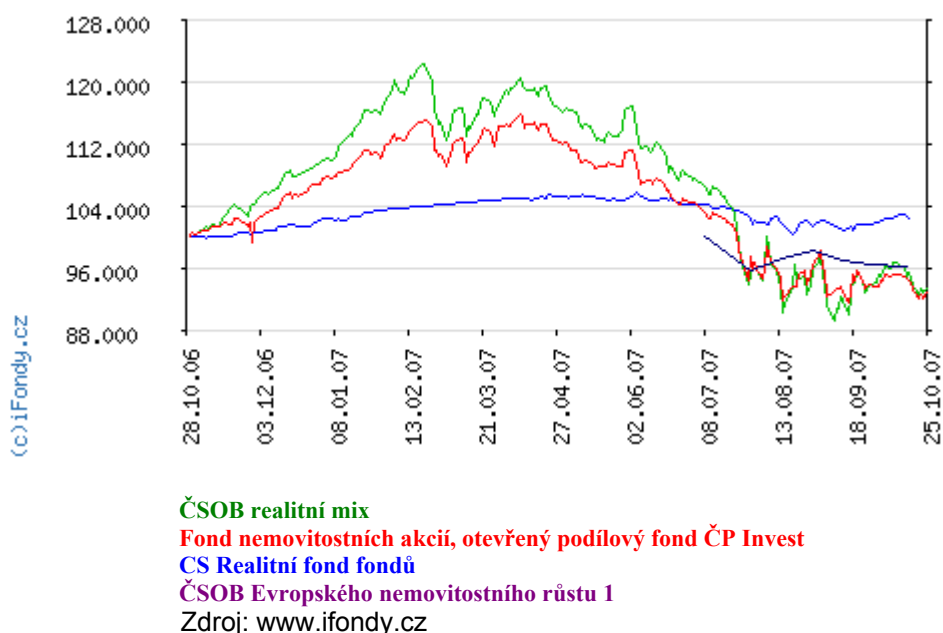
V tomto případě investor vkládá své prostředky do zajištěného nemovitostního růstového fondu, který přináší příležitost těžit z růstu nemovitostního trhu se zajištěním plné návratnosti investovaných peněz. Konstrukce je velmi podobná typickým zajištěným fondům, avšak tento typ se specializuje na nemovitosti. Stále se však jedná o zajištěný fond, který patří do kategorie konzervativních investic a s tím souvisejících výhod i nevýhod. Tyto typy fondů sice dávají investorovi možnost podílet se na výnosech nemovitostních trhů s garancí návratnosti investovaných prostředků, avšak za cenu dosti omezených výnosů a navíc vyššího výstupního poplatku v případě předčasného ukončení investice. V Česku je možné tímto způsobem investovat například prostřednictvím fondů ČSOB Evropského nemovitostního růstu 1, 2 nebo 3 (KBC AM – ČSOB Investiční společnost, a.s.).

### 5.1.3 Fond fondů

Jedná se o fond, který investuje svěřené finanční prostředky do podílových listů jiných nemovitostních fondů<sup>113</sup>. Důvodem je například diverzifikace geografického rizika nebo legislativní důvody jednotlivých zemí. Fond fondů má ze své podstaty vyšší celkové náklady, ale tento instrument byl jediným způsobem „přímé investice“<sup>114</sup> do nemovitostí před platností poslední novely ZKI. Příkladem je Credit Suisse Realitní fond fondů (CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT).

Graf 5.2., kde je porovnána výkonnost popsaných vybraných fondů, velmi názorně v praxi prokazuje platnost výše popsaných charakteristik jednotlivých typů fondů. Akciové fondy tedy vykazují vyšší potenciální ziskovost, avšak také výrazně vyšší volatilitu, naopak fond zajištěný je na tom nejhůře co se týče výnosnosti. Nemovitostní fond fondů nabízí vyšší výnosnost než zajištěný nemovitostní fond.

Graf 5-2: Porovnání vývoje kurzu, výchozí srovnávací hodnota: 100,00



<sup>113</sup> V tomto případě se pod pojmem nemovitostní fond myslí opravdu klasický typ nemovitostního fondu, tedy investujících do nemovitostí a nemovitostních společností přímo.

<sup>114</sup> I když ani v tomto případě se o „přímou“ investici do nemovitosti nejedná. Podílník nevlastní přímo nemovitosti, ale podílové listy přímých vlastníků.

#### 5.1.4 „Klasické“ nemovitostní fondy

Přesné charakteristiky otevřených nemovitostních fondů byly již (vzhledem k tématu celé této práce) analyzovány v minulých kapitolách. Tato část se věnuje empirické analýze fondů, které zahájily svoji činnost v tomto odvětví na českém trhu. Prozatím existují v ČR pouze tři otevřené nemovitostní fondy. První z nich, ČS nemovitostní fond, spravovaný společností REICO investiční společnost České Spořitelny, a.s., vznikl v únoru 2007 a za přibližně sedm měsíců, tzn. v září 2007 byl založen 1. nemovitostní OPF REALTIA spravovaný investiční společností REALTIA. Investiční strategie obou fondů je odlišná od nemovitostních akciových fondů a dalších forem nepřímé investice do nemovitostí. Hlavní rozdíl spočívá v přímé držbě nemovitostí, kdy výnosy se odvíjí od výnosů z pronájmu, případně růstu cen nemovitostí. Zároveň se jedná o produkty, které výrazně diverzifikují své portfolio. Jako poslední se do skupiny retailových nemovitostních fondů zařadil v listopadu 2007 Conseq nemovitostní fond, který ve svém statutu (narozdíl od předchozích dvou fondů) prezentuje zaměření investic také do rezidenčních projektů.

Fungování fondů vychází ze stejné zákonné úpravy, proto mají všechny fondy podobné parametry a investiční politiku<sup>115</sup>. Přestože nemovitostní fond investiční společnosti REICO vznikl více než o půl roku dříve než 1. nemovitostní OPF REALTIA, všechny fondy měly podobné startovací podmínky. Nemovitostní fond ČS nemohl své výhody dřívějšího založení efektivně využít hlavně díky legislativním problémům. Fond ještě několik měsíců po svém vzniku nemohl nakupovat do svého portfolio nemovitosti z důvodu rozporu se zněním zákona o bankách. Podle tohoto zákona<sup>116</sup> a souvisejících předpisů totiž nemohly investiční společnosti, jejichž vlastníkem je banka, nabývat podíly v nemovitostních společnostech. Fondy mají v úmyslu nakupovat konkrétní nemovitosti právě prostřednictvím nákupu firmy<sup>117</sup>, která danou nemovitost vlastní, protože tento nedostatek v zákoně nákup nemovitostí doposud blokoval. Tento problém již byl příslušnou novelou zákona odstraněn<sup>118</sup>.

První nemovitost ČS nemovitostnímu fondu spravovaným REICO investiční společností zahrnul do svého portfolio na konci srpna 2007. Jednalo se o administrativní budovu

---

<sup>115</sup> Podrobné zákonné podmínky pro činnost otevřených nemovitostních fondů jsou podrobně analyzovány v kapitole 2.3.2.

<sup>116</sup> Zákon č.21/1992 Sb. o bankách

<sup>117</sup> Přesně se jedná o účelově vytvořené společnosti, jejichž jedinou ekonomickou aktivitou je vlastnictví a správa dané nemovitosti. Nemovitostní firmy nakupované do portfolio fondu mají formu akciových společností nebo společností s ručením omezeným a jejich podíly nejsou obchodované na burze.

<sup>118</sup> Novela zákona č. 21/1992 Sb. o bankách

Platinum v Brně.<sup>119</sup> Také investiční společnost REALTIA ve svém statutu oznámila, jaké budou klíčové parametry pro výběr nemovitosti do jejich portfolia. Mělo by se jednat o komerční nemovitosti, které mají maximálně 10 let od kolaudace a stojí v atraktivní lokalitě s transparentní tvorbou ceny. I REALTIA již zahrnuje do svého portfolia první nemovitost tím, že zakoupila 67 % nemovitostní společnosti, která vlastní obchodní komplex Palác Anděl na pražském Smíchově. Nemovitostní fond Conseq ve svém statutu (narozdíl od předchozích dvou fondů) prezentuje zaměření investic také do rezidenčních projektů. V tabulce 5-3 jsou přehledněji porovnány jednotlivé charakteristiky konkurenčních nemovitostních fondů.

Tabulka 5-3: Porovnání fondů

Parametry	ČS nemovitostní fond	První nemovitostní fond Realtia	Conseq investiční společnost, a. s.
<b>Správce fondu</b>	Reico investiční společnost České spořitelny, a.s.	Realtia investiční společnost, a.s.	Conseq Realitní OPF
<b>Vznik fondu</b>	Únor 2007	Srpen 2007	Listopad 2007
<b>Základní kapitál</b>	30 mil. Kč	8 mil. Kč	4 mil. Kč
<b>Daňový domicil</b>	Česká republika	Česká republika	Česká republika
<b>Režim dividend</b>	Reinvestice zisků	Reinvestice zisků	Reinvestice zisků
<b>Vstupní poplatek</b>	Dle statutu max 5%, aktuálně max. 3,8%	Max. 5%	3,5 %
<b>Výstupní poplatek</b>	Max. 3 % během prvních tří let od založení fondu, následně 0 %	Dle statutu první rok max. 6 %, aktuálně max. 3 % (klesá v čase)	-
<b>Lhůta pro vypořádání žádosti o odkup</b>	Standardně 15 pracovních dnů od data doručení žádosti, první dva měsíce od vzniku fondu byla doba prodloužena na 1 měsíc	Standardně 30 pracovních dnů od data doručení žádosti, první dva roky od vzniku fondu lhůta prodloužena na 6 měsíců, ve třetím roce na 3 měsíce	
<b>Četnost stanovení aktuální hodnoty PL</b>	Denně	Týdně	Měsíčně
<b>Manažerský poplatek</b>	Max. 2 %, aktuálně 1,75%	Max. 2 % + výkonnostní odměna, aktuálně 0,5% + výkonnostní odměna	Max 2 %, aktuálně 1, 5 %
<b>Benchmark</b>	Není stanoven	Není stanoven	Není stanoven
<b>Minimální pravidelná / následující investice</b>	-	1000 / 500 Kč	-
<b>Minimální jednorázová / následující investice</b>	1000 / 1000 Kč	30000 / 15000 Kč	100000 / 10000 Kč
<b>Objem aktiv fondu</b>	1 517 718 869 Kč (31.7.2008)	2 730 902 Kč (1.8.2008)	73 570 685 Kč (31.7.2008)
<b>Aktuální hodnota PL</b>	1,0302 Kč (31.7.2008)	1,0303 Kč (1.8.2008)	1,01 Kč (31.7.2008)
<b>Výkonnost 1R</b>	3,42 % (15.8.2008)	n/a (6M: 1,75 % (15.8.2008))	n/a

Zdroj: Urbánek (2007), www.ifondy.cz, statut fondu Conseq Realitní OPF

<sup>119</sup> V současnosti (červenec 2008) vlastní Reico již 6 nemovitostních objektů.

Vstup retailových nemovitostních fondů na český trh však nepřišel příliš ve vhodnou dobu. Nálada na trhu je silně ovlivněna nemovitostní krizí v USA a s ní spojeným poklesem nemovitostí. Po prvotní „euforii“, kdy byly nemovitostní fondy velmi očekávaným novým produktem, již nejsou nyní tolik ve středu zájmu investorské veřejnosti.

Bylo by určitě zajímavé porovnat výkonnosti nově vzniklých fondů. Bohužel vzhledem k pouze velmi krátké historii obou fondů a navíc ke skutečnosti, že první nemovitosti začaly oba fondy nabývat do svých portfolií teprve nedávno, nemělo by toto srovnání příliš významnou vypovídající hodnotu. Srovnání fondů je stále složité, roční výkonnost může doložit pouze fond společnosti Reico, který je na trhu jako jediný déle než rok. Nejhůře si zatím vede nemovitostní fond společnosti Realtia, který k 31.8. 2008 spravuje majetek pouze v objemu 2, 730 milionu korun. Ještě v dubnu spravoval tento fond majetek ve výši přes 9 milionů korun a náhlý pokles vzbudil spekulace, které mu nepřidávají na atraktivnosti. Investiční společnost Realtia se posléze rozhodla stejnojmenný nemovitostní fond prodat Maxima pojišťovně. Fond nakoupil první nemovitosti již krátce po svém vzniku, avšak doplácí na neexistenci podpory větší investiční společnosti. Lépe jsou na tom dva zbylé nemovitostní fondy, které těží ze zařazení fondů do investičních balíčků a profilových programů.

Za „klasické“ nemovitostní fondy lze považovat také fondy kvalifikovaných investorů, které investují do realit. Systém je stejný jako u otevřených nemovitostních fondů, avšak tyto fondy nejsou určeny retailovým klientům. Jedná se například o ČSOB Property Fund, který je ale určen jenom pro strategické investory ze skupiny ČSOB - například pro pojišťovnu a penzijní fondy.

Níže uvedená modelová tabulka porovnává na příkladu hypotetické investice výkonnosti různých typů fondů. Nemovitostní fond Reico byl uveden pouze pro ilustraci – fond funguje teprve krátkou dobu a jeho výkonnost je tímto ještě značně zkreslena, proto jeho srovnání nemá relevantní vypovídající hodnotu. Zároveň doporučený horizont investice je odlišný v případě nemovitostních (cca 5-6 let) a akciových fondů (cca 10 let) než v případě fondů specializujících se na investice do dluhopisů nebo dokonce fondů peněžního trhu. Nicméně i z tohoto základního příkladu lze jednoznačně vidět vysokou volatilitu fondů investujících do akcií realitních společností, jejich charakteristiky se nikterak neliší od standardních akciových

fondů. Klasické nemovitostní fondy (jakým je například Reico) by se svou výkonností měly zařadit před dluhopisové fondy, s nižším rizikem než charakterizují fondy akciové. Proto jsou vhodné zejména pro doplnění portfolií investorů, jako vhodný zajišťovací instrument.

**Porovnání výkonnosti investic do vzorových portfolií (podobného investičního zaměření)**

Předpoklady:

*Celková investice 75 000 do tří otevřených fondů (srovnatelného investičního zaměření)*

*8.3. 2007 investice 25 000 Kč*

*23.10. 2007 investice 25 000 Kč*

*2.7. 2008 investice 25 000 Kč*

*30.8. 2008 prodej portfolia za aktuální kurz*

Tabulka 5-4: Porovnání výkonnosti investic do vzorových portfolií (podobného investičního zaměření)

Nemovitostní fond (klasický)					
		8.3.2007	23.10.2007	2.7.2008	30.8.2008
CS Nemovitostní fond	Investice	25 000	25 000	25 000	76 150
	Kurz	0,999	1,012	1,029	1,0288
	Počet PL	25 015	24 699	24 305	74 019
Pravidelná investice		25 000	25 000	25 000	
Výnos při prodeji					76 150
Výnos portfolia p.a. (IRR)					1,97%
Fondy investující do akcií realitních společností					
		8.3.2007	23.10.2007	2.7.2008	30.8.2008
KB Realitních společností	Investice	8 000	8 000	8 000	15 317
	Kurz	0,992	0,850	0,507	0,461
	Počet PL	8 063	9 407	15 776	33 246
ČSOB realitní mix	Investice	8 000	8 000	8 000	17 066
	Kurz	1,278	1,023	0,742	0,687
	Počet PL	6 262	7 819	10 779	24 860
Europe property	Investice	9 000	9 000	9 000	19 991
	Kurz	9090,8	6884,3	4784,5	4784,4
	Počet PL	1	1	2	4
Pravidelná investice		25 000	25 000	25 000	-
Výnos při prodeji		-	-	-	52 374
Výnos portfolia p.a. (IRR)					-39,51%
Fondy peněžního trhu					
		8.3.2007	23.10.2007	2.7.2008	30.8.2008
ČSOB Multicash	Investice	8 000	8 000	8 000	24 539
	Kurz	120,67	121,98	124,1	124,98
	Počet PL	66	66	64	196
KB peněžní trh	Investice	8 000	8 000	8 000	24 522
	Kurz	1,000	1,010	1,029	1,0349
	Počet PL	8 000	7 920	7 775	23 695
Sporinvest	Investice	9 000	9 000	9 000	27 456
	Kurz	1,794	1,81	1,8284	1,8413
	Počet PL	5 017	4 972	4 922	14 911
Pravidelná investice		25 000	25 000	25 000	-
Výnos při prodeji		-	-	-	76 518
Výnos portfolia p.a. (IRR)					2,60%
Dluhopisové fondy					
		8.3.2007	23.10.2007	2.7.2008	30.8.2008
ČSOB bond mix	Investice	8 000	8 000	8 000	24 675
	Kurz	1,1466	1,1481	1,1456	1,179
	Počet PL	6 977	6 968	6 983	20 928
KB dluhopisový	Investice	8 000	8 000	8 000	26 731
	Kurz	0,9998	0,9847	0,9852	1,1025
	Počet PL	8 002	8 124	8 120	24 246
Sporobond dluhop	Investice	9 000	9 000	9 000	27 491
	Kurz	1,7108	1,6921	1,6739	1,7229
	Počet PL	5 261	5 319	5 377	15 956
Pravidelná investice		25 000	25 000	25 000	-
Výnos při prodeji		-	-	-	78 897
Výnos portfolia p.a. (IRR)					6,65%

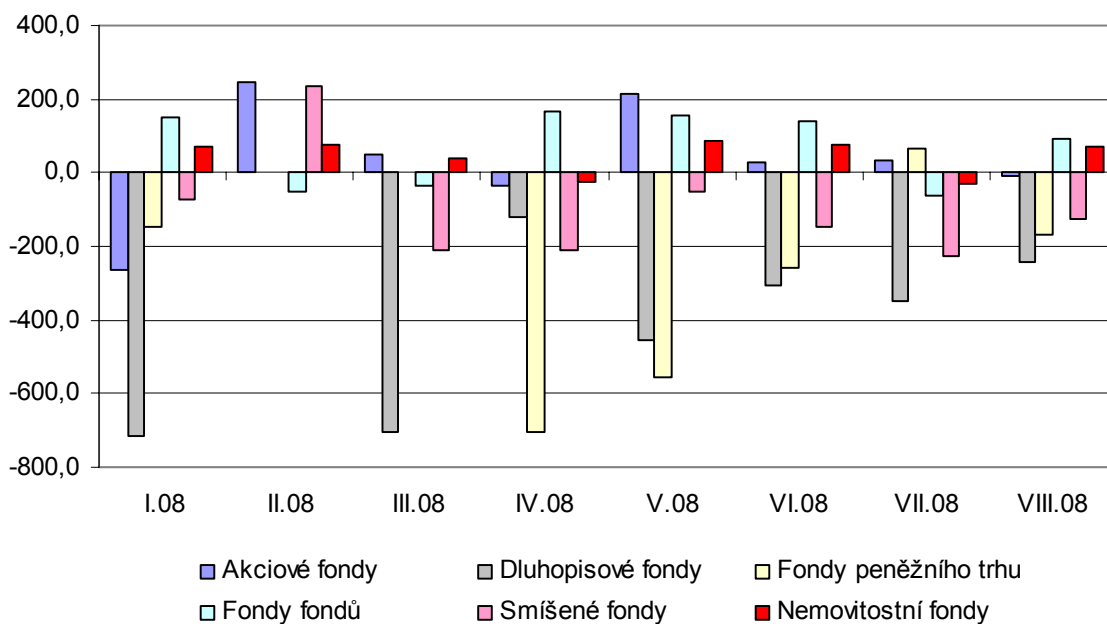
Zdroj: Vlastní výpočet, [www.ifondy.cz](http://www.ifondy.cz), [www.kb.cz](http://www.kb.cz), [www.csob.cz](http://www.csob.cz), [www.csas.cz](http://www.csas.cz)

Tabulka 5-5: Členění bilanční sumy podle typu fondu (jednotky v mil. Kč)

Datum	Akciové fondy	Dluhopisové fondy	Smíšené fondy	Fondy fondů	Nemovitostní fondy + Fondy kvalifikovaných investorů
30.6.2008					
31.3.2008	13962,1	18323,3	32371,4	21896,5	18293,3
31.12.2007	16762,9	20891	34882,5	23206,2	17893,4
30.9.2007	16038,6	22990	34814,7	19907,6	11625,5
30.6.2007	14256,5	24102,5	33454,4	17526,4	9459,3
31.3.2007	12693,4	24643,2	30880,2	15120,1	1498,7
31.12.2006	11770,3	24913,7	29461,3	13954,2	50,1
30.9.2006	10764,7	25505,6	27550,7	12677,4	0
30.6.2006	10035,2	25474,9	26511,3	11863,7	0
31.3.2006	9632,2	27404,1	26519,1	9860,1	0

Zdroj: ČNB, časové řady ARAD

GRAF 5-6: Čisté prodeje fondů, mil. Kč, AKAT ČR



Zdroj: www.afamcr.cz

## **5.2. Investice do realit v kontextu vývoje nemovitostního trhu v ČR**

V úvodu této kapitoly, než bude podrobněji analyzována situace na českém realitním trhu, je důležité charakterizovat základní vlastnosti a odlišnosti investice do nemovitosti jako takové. Výklad charakteristik těchto investic poslouží jako teoretický základ pro relevantní pochopení vývoje cen nemovitostí a specifik trhu v Česku. Vklad prostředků do nemovitosti je odlišným

typem investice než například investice do akcií nebo dluhopisů. Základní odlišnost vyplývá ze samotného názvu. Vzhledem k tomu, že se jedná o investici do majetku nemovitého, s objektem se nedá nijak hýbat ani s ním manipulovat<sup>120</sup>, což determinuje faktory, které mají případný vliv na cenu.

Specifika investic jsou popsána na základě analýz autorů Brueggeman a Fisher (2005), Ball a McGregor (1998) nebo Brown a Matysiak (2000). Nemovitost je heterogenním produktem, neexistují totiž dvě identické nemovitosti. Vždy se budou lišit např. v architektuře, stáří, geografických charakteristikách, možnostem napojení na dopravní infrastrukturu i v dalším. Nemovitosti jsou také špatně fyzicky dělitelné. Samotné akviziční náklady jsou vysoké a nákup trvá delší dobu než nákup movitých produktů, zejména vzhledem k náročným administrativním požadavkům nutným pro uskutečnění transakce. S tím souvisí otázka nižší likvidity<sup>121</sup>. Z pohledu investora nelze opomenout ani hledisko estetického vnímání. To je důležité zejména pro individuální investory, nižší význam je v případě portfoliových investic.

Hlavním lákadlem pro většinu potenciálních investorů je zajímavý investiční profil. Veřejně přijímaným faktem je, že nemovitosti jsou velmi dobrým zajištěním proti inflaci. Dalším požadavkem investorů bývá, kromě ochrany před inflačním znehodnocením prostředků, aby se prostředky nejen zhodnotily, ale aby toto zhodnocení nebylo pouze nominální. Porovnááme-li s ohledem na klasický vztah poměru rizika a výnosu, nemovitosti vykazují vyšší výnosy než dluhopisy, ale nižší než akcie<sup>122</sup>.

### 5.2.1. Oceňování nemovitostí

Z hodnoty nemovitostí v portfoliu fondu se vypočítává hodnota podílového listu, proto je oceňování nemovitostí jednou z klíčových činností fondu. V procesu oceňování nemovitostí jsou zpravidla využívány tři základní mezinárodně uznávané metody - tržně srovnávací,

---

<sup>120</sup> Občanský zákoník definuje nemovitosti jako „*pozemky a stavby spojené se zemí pevným základem*“.

<sup>121</sup> Tato velmi důležitá charakteristika byla diskutována v předešlých kapitole 3.2., zejména v souvislosti s tématem hrozeb runů na fondy.

<sup>122</sup> Poměr výnosu a rizika závisí na formě, ve které jsou nemovitosti obchodovány. Pokud se například jedná o nemovitostní společnosti obchodované na burze, jejich korelace s akciovým trhem je mnohem vyšší. Viz Maurer, Reiner a Rogala (2003)



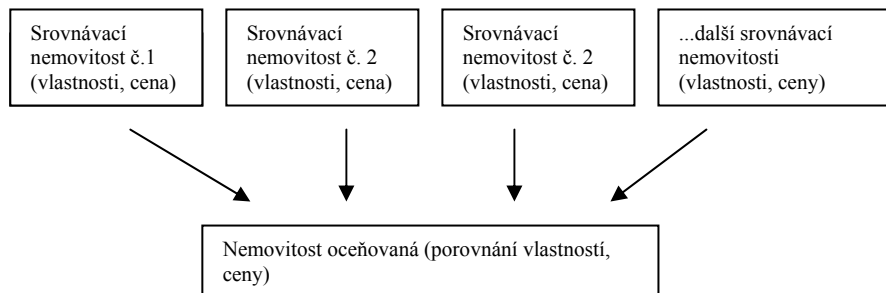
nákladová a výnosová metoda. Při hodnocení majetku mohou být využity všechny tři, popřípadě jejich kombinace v závislosti na povaze majetku a účelu jeho oceňování.

#### 5.2.1.1. Ocenění cenovým porovnáním

Ocenění je prováděno srovnáním s obdobnými, k datu ocenění volně prodávanými věcmi (nemovitostmi), na základě mnoha hledisek (například koncepce technických parametrů, materiálu, technického stavu, opravitelnosti, velikosti, umístění nebo okolí). Cena je velmi závislá na poloze objektu<sup>123</sup>, proto je třeba porovnávat nemovitosti ve stejných nebo alespoň podobných lokalitách. Stavby nejsou nikdy totožné. Vliv má i technický stav.

Jednotlivé nemovitosti lze porovnávat na základě jednoho kritéria (monokriteriální metoda) nebo na základě více kritérií (multikriteriální metoda). Dále mohou být nemovitosti porovnány přímo (mezi nemovitostmi srovnávacími a nemovitostí oceňovanou) nebo tzv. bazickou metodou, kdy je oceňovaná nemovitost porovnávána se standardním objektem přesně definovaných vlastností a jeho cenou.<sup>124</sup>

Graf 5-7: Metoda přímého porovnání nemovitostí

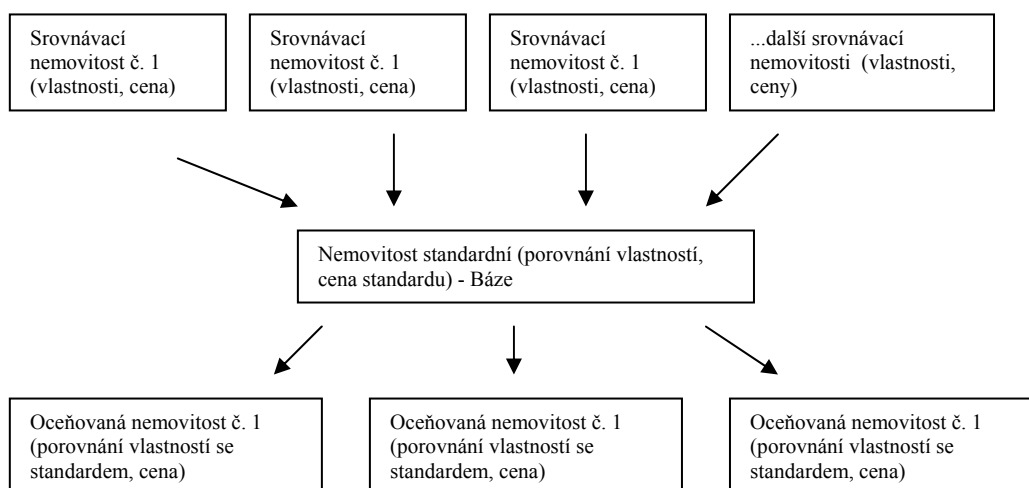


Zdroj: Bradáč(2007)

<sup>123</sup> Nejvíce u nemovitostí obchodních, Bradáč (2007)

<sup>124</sup> Cena standardního objektu je přitom odvozena na základě zpracované databáze nemovitostí.

Graf 5-8: Metoda nepřímého porovnání nemovitosti



Zdroj: Bradáč(2007)

### 5.2.1.2 Nákladová metoda

Nákladová kalkulace je nejpodrobnější metoda, která rozlišuje jednotlivé prvky stavebních konstrukcí na základě druhu a výměry na dané stavbě. Výsledné objemy pro každý druh a provedení se násobí jednotkovou cenou, zjištěnou z příslušného katalogu cen stavebních prací. Součtem se obdrží reprodukční (resp. při zpětném oceňování pořizovací) cena. Tržní hodnota majetku je rovna množství vložené práce snížené o její znehodnocení (opotřebení) s respektováním konkrétních (např. funkční nedostatky a obecných (ekonomické nedostatky) tržních vlivů. Nevýhodou omezená vypovídací schopnost tohoto způsobu. Metodu lze použít pouze v případech, ve kterých jsou přesně známy jednotlivé konstrukce a jejich detailní provedení.<sup>125</sup>

### 5.2.1.3. Výnosová metoda

Podle ZKI se výnosovou metodou rozumí: „metoda stanovení reálné hodnoty nemovitosti na základě udržitelného výnosu z nájemného po odečtení nákladů na správu nemovitosti a uvažovaného rizika ztráty z nájemného“. Výnosová metoda reprezentuje ekonomický pohled na vlastnictví nemovitosti jako věci, která má přinášet výnos. Vychází z metody diskontovaného cash-flow, výpočet se provádí součtem všech předpokládaných čistých budoucích výnosů z pronájmu nemovitosti. Výnosy budou uskutečněny v budoucnosti, jsou

<sup>125</sup> Metodu lze tedy prakticky využít pouze u nově budovaných staveb, u kterých existuje podrobná stavebně technická dokumentace s uvedením použitých stavebních hmot.

proto diskontovány na současnou hodnotu. Specifikum investice do nemovitostí je, že v tomto případě se neuvažuje exit z investice, cash-flow se tedy počítá jako perpetuita.

$$\text{Hodnota nemovitosti ke dni odhadu} = \frac{\text{Zisk z nemovitosti (Kč/rok)}}{\text{Úroková míra setinná (i)}}$$

Všechny tři metody jsou založeny na odlišných principech. Pokud by měly nemovitostní fondy možnost si libovolně zvolit způsob ocenění, otevřel by se prostor pro využití výhod plynoucích z konkrétního způsobu. Pravidelné oceňování by nebylo dostatečně transparentní a fondům by se naskytl možnost pro účelovou manipulaci s cenou nemovitostí, což by mohlo být následně využito například pro cílené „zkreslování“ snižujících se výnosů. Tato zkušenost byla zaznamenána během „krize“ německých nemovitostních fondů. Česká legislativní úprava proto jednotně stanovila využití výnosové metody<sup>126</sup>, která je obecně považována za spolehlivou indikaci hodnoty majetků pořizovaných pro jejich schopnost produkovat příjem.

### 5.2.2. Český nemovitostní trh a jeho perspektivy

Národní trhy realit se mezi sebou liší v kontextu jednotlivých legislativních systémů nebo tradic. Společnou charakteristikou jsou pouze obecná specifika investic do nemovitostí. I když česká zákonná úprava nemovitostních fondů možnosti investic geograficky neomezuje, je zajímavé se zaměřit na lokální realitní trh. Je pravděpodobné (a statuty dvou vzniklých nemovitostních fondů to potvrzují), že investiční činnost bude zejména v prvních letech zaměřena hlavně na domácí trh.

---

<sup>126</sup> Oceňování majetku fondů upravuje ZKI, který je doplňován vyhláškou č. 270/2004 Sb. o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu. Zákon č. 224/2006 Sb. o kolektivním investování § 53e přesně definuje:

*(3) Pro účely ocenění podle odstavce 1 se nemovitost oceňuje metodou porovnávací nebo výnosovou při zohlednění*

*a) trvalých a dlouhodobě udržitelných vlastností nemovitosti,*  
*b) výnosu dosažitelného třetí osobou při řádném hospodaření s nemovitostí,*  
*c) závad nemovitosti a práv a povinností spojených s nemovitostí,*  
*d) místních podmínek trhu s nemovitostmi a jeho předpokládaného vývoje.*

Metoda porovnávací může být využívána pouze ve specifických případech, například u pozemků, kdy se nepočítá, že bude nemovitost pravidelně generovat příjem (nájem).

Standardem analýz nemovitostních trhů<sup>127</sup> je rozdělení na 3 základní segmenty – kancelářské, obchodní a obytné prostory. Pro zachování vypovídací hodnoty, bude tato část strukturována obdobně. Větší prostor je věnován kancelářskému trhu z důvodu tématu této práce a faktu, že se většina institucionálních investorů (a nemovitostních fondů) zaměřuje na tento segment realitního trhu.

Trh kancelářských prostor zaznamenal během uplynulých dekád rozvoj, který probíhal hlavně v Praze. Jednalo se o reakci na situaci sektoru po roce 1989, kdy byly zakládány nové společnosti a do České republiky přicházely zahraniční firmy, které nutně potřebovaly kancelářské prostory<sup>128</sup>. Následkem toho byly nájemní velmi vysoké. V další fázi, cca po roce 1996, se trend změnil. Poptávka byla tažena hlavně rozvojem již existujících společností, které hledaly větší prostory lépe odpovídající jejich potřebám. Reakcí trhu byla vlna výstavby kancelářských objektů, tzv. business center, která akcelerovala až do roku 1999<sup>129</sup>. Jednalo se o projekty typu obchodní centrum Myslbek, BB Centrum, Hadovka Office park v Praze. Vzhledem k tomu, že nemovitostní trh reaguje i s několikaletým zpožděním<sup>130</sup>, důsledkem nové nabídky byla zvýšená neobsazenost prostor (až 16 %), což se projevilo ve snížení nájmů a jejich následné stabilizaci.

Dle studie Jones Lang LaSalle (2007) dosáhl ke konci 1. pololetí roku 2007 celkový objem moderních kancelářských prostor přibližně 2 100 000 m<sup>2</sup>, z nichž 67 % se nacházelo v novostavbách. V první polovině roku 2007 klesla v Praze neobsazenost kancelářských prostor na 5,5 %, nejnižší podíl za posledních deset let. V pozadí této situace stojí realizace projektů v první polovině roku 2007, které byly plně pronajaty hned v době dokončení. Jednalo se o budovu ústředí ČSOB (Praha 5) a prostory v budově E komplexu BB Centra pro ČEZ (Praha 4). Mnoho projektů je však již v současné době ve výstavbě. Současné ceny nájemného zůstávají stabilní v rozmezí 19 – 20 EUR / m<sup>2</sup> / měsíc<sup>131</sup>. Zvýšené nájemné zaznamenávají pouze oblasti centra Prahy a Smíchova, kde se možnosti další výstavby již vyčerpaly.

---

<sup>127</sup> Jones Lang LaSalle (2006), Jones Lang LaSalle (2007), Knight Frank (2007)

<sup>128</sup> Nebylo výjimkou, že jako první kanceláře významných zahraničních firem sloužily hotelové pokoje nebo soukromé byty.

<sup>129</sup> V roce 1997 překročila nabídka nových kancelářských prostor hranici 100 tis. m<sup>2</sup>, přičemž nabídka v roce 1999 činila již 242 tis. m<sup>2</sup>.

<sup>130</sup> Nemovitostní trh je schopen reagovat na tržní změny s určitým zpožděním. Projektová příprava a samotná realizace je vždy procesem, který trvá několik let.

<sup>131</sup> Knight Frank (2006)

Sektor obchodních center ve svém vývoji v podstatě kopíruje kancelářský sektor. V porevolučních letech nedostatek prostor, který byl řešen rekonstrukcemi zprivatizovaných domů, a následně silná vlna výstavby velkoformátových prodejen typu hypermarketů nebo hobbymarketů. Tato nákupní střediska ve svých počátcích vznikala na okrajích měst, kde mnohdy zcela změnila celý charakter lokality (například centra Černý Most, Letňany, Zličín), v následné fázi se vývoj obrátil zpět k přirozeným centrům měst (centra Nový Smíchov, Palladium).

V současnosti je velmi vysoká poptávka po nákupních centrech v prvotřídních lokalitách, kde se nájem pohybuje mezi 50 – 70 EUR / m<sup>2</sup> / měsíc za jednotku o rozloze 100 m<sup>2</sup> <sup>132</sup>. Tato úroveň nájemného byla v posledním roce zdeformována z důvodu výstavby projektu Palladium (Náměstí Republiky, Praha), kde dosahuje nájemné rekordních částek. V českých krajských městech objem maloobchodních prostor ve výstavbě stále roste. Některá města mají stavební projekty, jejichž realizátoři se snaží co nejrychleji zajistit povolení, získat nájemníky a zahájit výstavbu. Mnozí domácí a mezinárodní maloobchodní prodejci, kterým se jejich koncepce osvědčila, již expandovali nebo plánují expandovat mimo Prahu, neboť kupní síla spotřebitelů je na historicky nejvyšší úrovni.

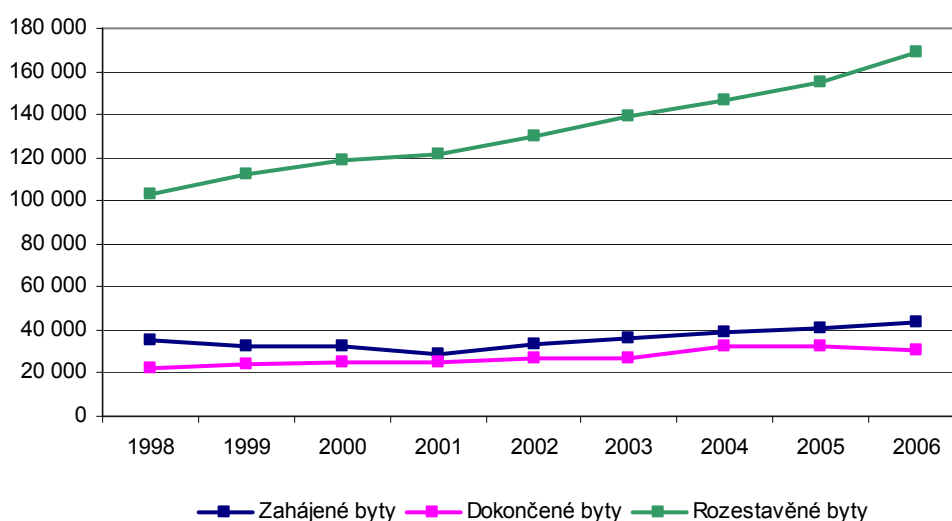
### **5.2.3. Identifikace cenové bubliny**

Trh bydlení neprodělal v minulých dekadách tak zásadní akceleraci, jako dva předešlé segmenty, nicméně také stabilně rostl. Poptávka po bytech je v ČR standardně vysoká a v nejbližším horizontu se nepředpokládá její útlum. Poptávka stoupá také díky faktorům jako jsou členství ČR v EU, dobrý ekonomický vývoj nebo vysoká konkurence poskytovatelů hypoték a z toho vyplývající nízké úrokové sazby. Rostoucí míra prodeje nemovitostí je také ovlivněna zahraničními kupci, kteří dlouhodobě zůstávají v České republice nebo investory, kteří dále pronajímají s perspektivou dobré alokace kapitálu po vstupu Česka do EU. Mezi lety 2000 až 2006 bylo v ČR průměrně dokončeno přes 28 500 bytů. Rezidenční trh se ale potýkal s obavami ovlivněnými ohlášením zvýšení DPH na bytovou výstavbu od 1. ledna 2008, kdy přešly stavební práce do standardní sazby DPH (tj. z 5 % do 19 %).

---

<sup>132</sup> Jones Lang LaSalle (2007)

Graf 5-9: Zahájené, dokončené a rozestavěné byty v jednotlivých letech 1998 - 2006



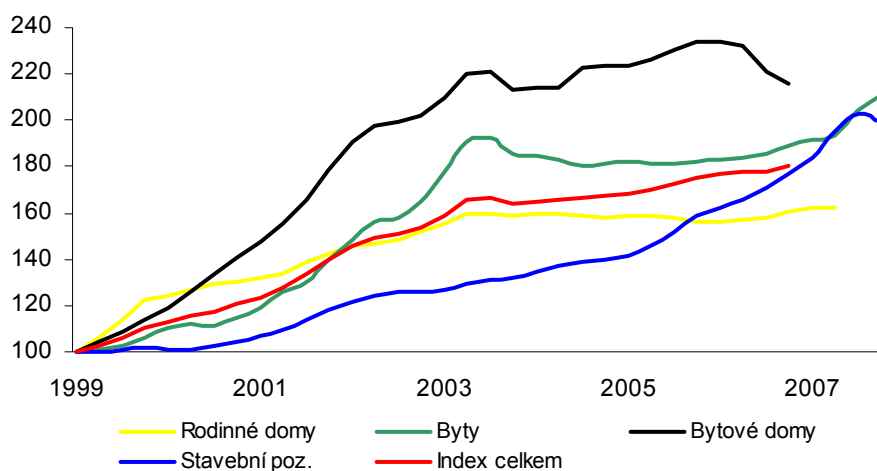
Zdroj: ČSU, MMR

Česká republika patřila v několika uplynulých letech k zemím, ve kterých rostly ceny nemovitostí poměrně vysokými tempy, což se stalo silným marketingovým argumentem investičních společností podporujících vznik nemovitostních fondů.<sup>133</sup> Hypoteční krize, související pokles cen nemovitostí v USA, chybějící likvidita a s ní i nedostatek peněz na kvalitní developerské projekty rozpoutal diskusi zda rychlý růst cen většiny typů nemovitostí v ČR nemůže vést k podobnému vývoji. Úvěrovou krizi v USA lze dát do přímé souvislosti s interakcí hypotečního úvěrování a cen nemovitostí, jejichž strmý nárůst lze v posledních letech pozorovat i u nás.

<sup>133</sup> (Šaroch 2004): Český trh nemovitostí téměř dokonale splňuje obecné znaky, které pro trh nemovitostí v postsocialistických tranzitivních ekonomikách:

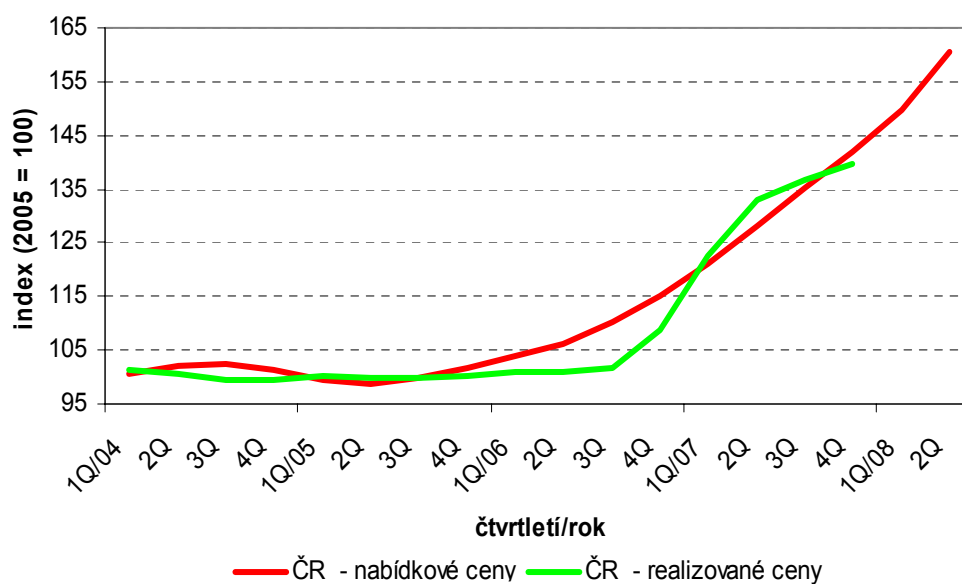
- Relativně vysoký počet bytů v porovnání s vyspělými zeměmi – zatímco průměr OECD činil přibližně 400 bytů na 1000 obyvatel, v ČR to bylo v roce 2001, kdy proběhlo sčítání lidí, domů a bytů podle údajů ČSU 427 bytů.
- Velmi nízká kvalita bytového fondu, způsobená zejména zanedbanou údržbou z dob, kdy byly byty ve vlastnictví státu.
- Dramatický pokles nové výstavby po změně režimu. V ČR šlo o propad z hodnot přibližně 55 000 nově postavených bytů v roce 1989 na 13 000 v roce 1995

GRAF 5-10: Ceny nemovitostí- ceny převodů dle daňových příznání  
(absolutní index, 1.Q1999=100)



Zdroj: ČSU, MMR, ČNB

GRAF 5-11: Ceny bytů - ČR (index, 2005 = 100)



Zdroj: MMR

Institucionální investoři rezidenční bydlení příliš nepoptávají, spíše investují formou spolufinancování výstavby celých rezidenčních projektů, než do nákupu konkrétních bytů. Zajímavou skutečností však je, podíváme-li se podrobněji na typická portfolia například

německých nemovitostních fondů, že velkou část portfolií tvoří právě rezidenční objekty<sup>134</sup>, mimo jiné kvůli lepší diverzifikaci. Index cen nemovitostí je také důležitým psychologickým indikátorem ovlivňujícím „náladu“ potenciálních investorů nemovitostních fondů. Proto je relevantní identifikaci eventuální cenové bubliny vznikající na lokálním trhu nemovitostí věnovat pozornost. Ceny nemovitostí v sobě mají několikanásobné spekulativní části cen. Splasknutí bubliny může dramaticky stlačit ceny nemovitostí, čímž se sníží hodnota zástav u bank a v případě platební neschopnosti se jak domácnosti, tak banky dostanou do problémů.

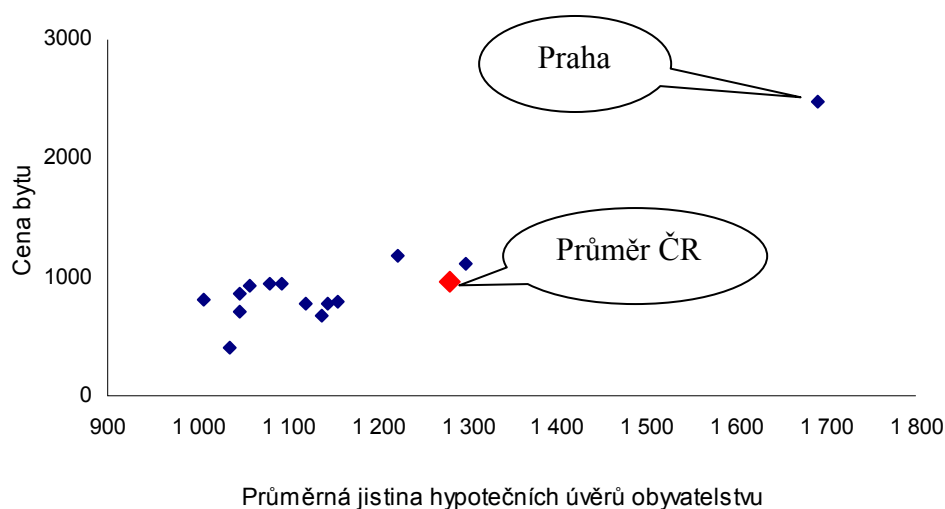
Jak bylo výše uvedeno, vazba mezi cenami nemovitostí a hypotečními úvěry je zřejmá. Statistiky ČSU a grafy analýz ČNB (2008) prokazují, že v regionech s vyšší průměrnou výší hypotéky jsou vyšší i ceny bytů. Jsou dvě možné příčiny této korelace. Růst cen nemovitostí může být tažen zvýšenou poptávkou vyplývající z vyšší dostupnosti úvěrů na bydlení, což je v rámci lokálního trhu možné interpretovat jako dohánění charakteristik trhu nemovitostí zemí s rozvinutým realitním trhem. Druhou možností je tlak na růst cen způsobený tlakem na nárůst hypotečních úvěrů zapříčiněný nutností navýšení průměrné hodnoty hypotéky díky růstu cen nemovitostí. Druhý uvedený „scénář“ lze označit jako rizikový faktor přispívající k nafukování cenové bubliny. Z grafu vývoje hypotečního trhu lze vyvodit, že ceny nemovitostí rostly ve směru prvního „scénáře“. Konvergence od větší dostupnosti hypoték směrem k vyšším cenám nemovitostí je relativně bezriziková.

---

<sup>134</sup> Například nejmladší nemovitostní fond Conseq realitní se hodlá svou investiční politikou specializovat právě na rezidenční bydlení.

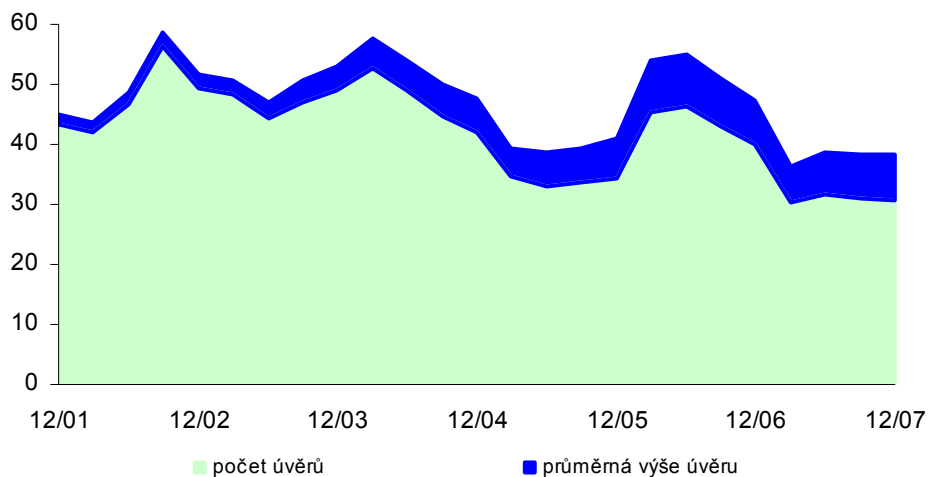


GRAF 5-12: Průměrné výše hypotéky obyvatelům a ceny převodů standardního bytu (68 m<sup>2</sup>) dle krajů  
(rok 2006, v tis. Kč)



Zdroj: MMR, ČSU, ČNB

GRAF 5-13: Příspěvky k růstu hypotečních úvěrů domácnostem



Zdroj: MMR, ČSU, ČNB

Bublina na trzích nemovitostí mohou mít závažné důsledky pro makroekonomickou stabilitu. Nemovitosti jsou s reálnou ekonomikou velmi úzce svázány a pokles jejich cen bývá doprovázen bankovní krizí a hospodářskou recesí. Na druhou stranu, trh nemovitostí je mnohem méně volatilní (například než akciový trh), protože spekulovat s nemovitostmi je

značně finančně, ale hlavně časově náročné. Pokud se fyzická osoba rozhodne investovat do nemovitosti, neobejde se většinou bez hypotéky. Trh nemovitostí se proto nemůže „nafouknout“ tak rychle jako akciový trh, neboť tvorba úvěrů a schvalování hypoték má svá pravidla a procesy. Ceny byly tedy taženy především následujícími faktory:

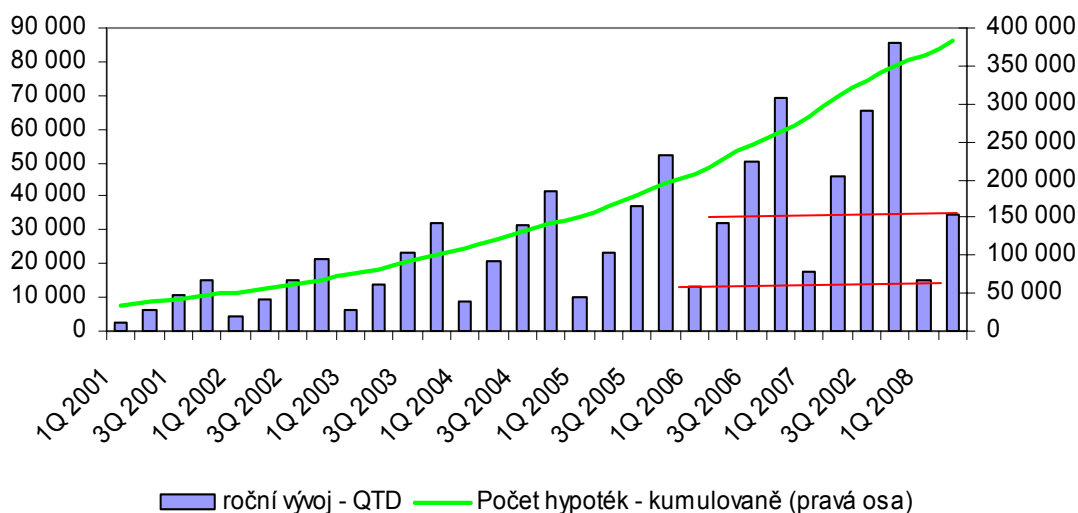
- uvolnění poptávky, která se kumulovala mnoho let
- zprovoznění efektivních úvěrových systémů
- pokles úrokových sazeb
- demografické rozložení obyvatelstva
- příznivá makroekonomická situace

I s ohledem na uvedené důvody je možné označit růst cen českých rezidenčních nemovitostí pouze za mírný.<sup>135</sup> Strmý cenový nárůst byl totiž tlumen díky stále rostoucí nabídce. Až současný boom odezní, rychlost tvorby úvěrů by se měla vrátit do „standardních“ hodnot.<sup>136</sup> Pravděpodobně se sníží objem stavební výroby. Ceny nemovitostí začnou stagnovat, možná mírně poklesnou. Ke krachu by však dojít nemělo.

---

<sup>135</sup> Je důležité poznamenat, že ceny nemovitostí jsou také manipulovány samotnými realitními kanceláři, které se snaží o maximalizaci svých prodejů. Jako názorný příklad lze uvést umělou mediální kampaň o závratném růstu cen nemovitostí po vstupu ČR do Evropské unie v roce 2004. Potenciální investoři začali poptávat nemovitosti pod vidinou vysokého zhodnocení svých investic. Naopak majitelé realit vyčkávali s prodejem s vizí několikanásobně vyšších prodejních cen po vstupu do Unie. Poptávka začala silně převyšovat nabídku (zejména v Praze) což uměle tlačilo ceny nemovitostí vzhůru.

GRAF 5-14: Počet hypotečních úvěrů celkem<sup>137</sup>



Zdroj: MMR

#### 5.2.4. Investiční trh v ČR

Dle podrobných analýz nemovitostního trhu Jones Lang LaSalle (2007) a Knight Frank (2007) se odhaduje, že obrat v oblasti nemovitostí dosáhne v ČR na konci roku rekordní částky až 2,2 miliard EUR<sup>138</sup>. Na lokálním trhu jsou ale patrné jisté změny v náladě investorů, které jsou reakcí na nestabilitu širšího trhu s úvěry. Očekává se větší cenová diferenciací mezi jednotlivými nemovitostními typy a lokalitami. Kapitál bude více selektivní a méně spekulativní. Tento trend lze pozorovat, zejména ve složení investorů provádějících akvizice na trhu. V minulých letech měli spekulanti významný podíl na všech realitních trzích, nicméně nyní již možnosti spekulativních investic byly relativně vyčerpány a na trh se dostávají fondy s velkým podílem vlastního kapitálu. Současná volatilita na kapitálovém trhu dává sama institucionálním investorům motivy pro větší diverzifikaci, k čemuž jsou nemovitosti ideální.

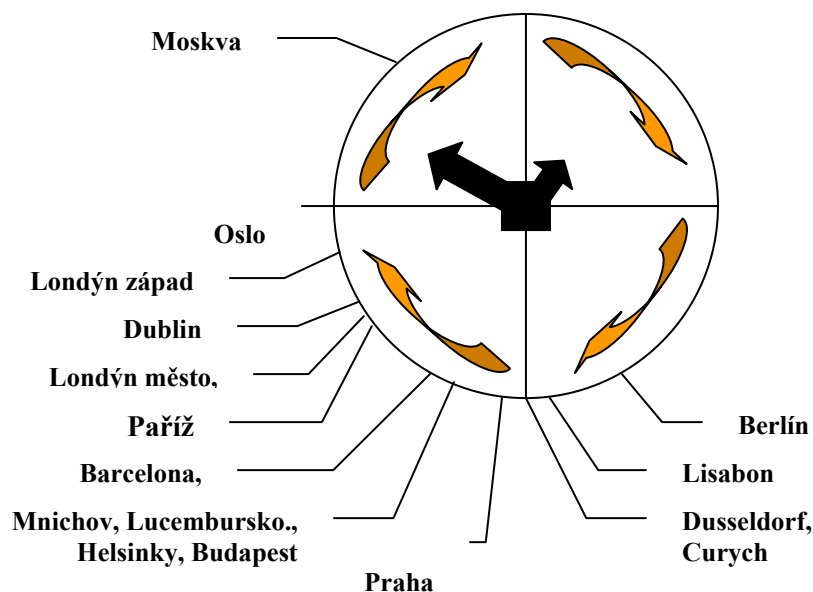
<sup>137</sup> O možném poklesu cen nemovitostí se hovoří také v souvislosti s propadem trhu hypoték diskutovaném zejména v posledním pololetí. Jak je však z grafu 5-14 názorně vidět. Pokles hypoték je možné pozorovat pouze v meziročním srovnání. Důvodem je rekordní počet uzavřených hypoték v roce 2007 způsobený „předzásobením“ obyvatelstva díky zvyšující se sazbě DPH. Ve srovnání s rokem 2006 lze stále pozorovat mírný nárůst.

<sup>138</sup> Za první tři kvartály letošního roku obrat dosáhl již 1,85 miliard EUR.

Česká republika a hlavně Praha patří mezi dynamické trhy, které přitahují nájemce z řad předních nadnárodních společností. Mezi důležité transakce patřily v roce 2007 BB Centrum Budova Gamma a BB Centrum Budova E (prodávající Passer Invest). Obě dosáhly výnosu okolo 5,1 % reflektující dlouhodobé nájemní smlouvy s vysoce bonitními nájemci. Za nejdůležitější lze považovat akvizici nákupního centra Palladium společností Hannover Leasing za částku, která přesáhla 500 milionů EUR.<sup>139</sup>

Praha se stává předním evropským městem, které se opírá o silnou ekonomiku. K dispozici je dostatek kvalitních nemovitostí a trh s dostatečnou nabídkou prostor k pronájmu. Výnosy z prvotřídních kancelářských prostor činí 5,25 %<sup>140</sup>, což stále činí lokální trh velmi atraktivním ve srovnání s ostatními evropskými metropolemi.

Graf 5-15: Investiční hodiny<sup>141</sup> – vývoj nájemného na trhu kancelářských prostor



zdroj: Studie Jones Lang LaSalle (2007)

<sup>139</sup> Jones Lang LaSalle (2007)

<sup>140</sup> Jones Lang LaSalle (2007)

<sup>141</sup> Investiční hodiny na trhu nemovitostí, které sledují pohyb a vývoj nájemného a ukazují na potenciální blízké problémy. Umístění měst v grafu odpovídá současným cenám nemovitostí v těchto městech a trendu, kterého se zde ceny nyní drží.

Lokální trh představuje také výhodnou akviziční příležitost pro německé otevřené fondy, které po překonané krizi v nedávných letech disponují značným kapitálem, získaným předchozími prodeji svých portfolií. Na trhu mohou sehrát významnou roli také české nemovitostní fondy (ať již retailové nebo fondy kvalifikovaných investorů), které začaly vznikat. „Domácí“ kapitál z těchto fondů má příležitost být investován právě opět na „domácí“ půdě.

### **5.3. Daňové aspekty fungování nemovitostních fondů**

#### **5.3.1. Mikro pohled - Analýza konkrétních daňových a účetních aspektů z pohledu fondů a investorů**

Cílem této kapitoly není podrobně analyzovat veškeré daňové předpisy, které souvisejí s činností nemovitostních fondů. Záměrem je všeobecná analýza daňového prostředí. Kolektivní investování do nemovitostí je na českém trhu novinkou, se kterou donedávna české daňové zákony nepočítaly. Následující text se pokouší upozornit na nejdiskutovanější problémy fungování nemovitostních fondů ve vztahu k daňovým předpisům. Kvalitní legislativa je nutnou podmínkou fungování nemovitostních fondů a pobídkou pro potenciální investory. Nejasné daňové a účetní předpisy mohou být na straně druhé významnou překážkou jejich fungování. Pokud jsou v této oblasti výkladové nejasnosti, může existovat dokonalá právní úprava nemovitostních fondů, avšak ty nebudou kvalitně fungovat. Celková harmonizace všech souvisejících norem a předpisů je tedy nezbytná.

##### **5.3.1.1. Účetní a daňové povinnosti pro realitní fondy**

Kromě výnosů fondu, ovlivňuje konečný zisk podílníka také výše daně z příjmu<sup>142</sup>. V roce 2004 nastal pozitivní posun ve zdanění příjmů na úrovni samotných fondů, protože byla snížena sazba daně z 15% na 5%<sup>143</sup>. Vysoká sazba daně byla pro fondy s českým domicilem

---

<sup>142</sup> V České republice se tato daňová pravidla řídí především zákonem č. 586/92 Sb., o daních z příjmu.

<sup>143</sup> Snížená sazba byla umožněna schválením zákona č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla, se kterým souvisela i novela zákona o daních z příjmů, která snižuje výši daní

diskriminující ve srovnání se zahraničím, kde se daňová povinnost blíží nebo rovná nule. Novela 224/2006 Sb. zákona o kolektivním investování umožnila fondům nabývat do svého majetku i aktiva, která do této doby nebyla typická, jako například nemovitosti. Způsoby nabytí majetku mohou být dále rozhodující pro vytvoření celé daňové struktury fondu.

Nemovitostní fond může nabývat nemovitosti:

- koupí (prodávající musí zdanit kapitálové zisky vzniklé z prodeje)
- převzetím jmění = fond koupí podíly ve společnosti, která vlastní cílová aktiva (z hlediska daně z příjmu daňově neutrální)
- nepeněžitým vkladem (z hlediska daně z příjmu daňově neutrální)

Prvním nejasným bodem souvisejícím s praktickou administrací fondů z hlediska účetních a daňových aspektů bylo jak účtovat o majetku fondu a jak nemovitý majetek přeceňovat reálnou hodnotou.<sup>144</sup> Stávající účetní předpisy, které se zabývaly fondy, nereflektovaly možnost vzniku této třídy aktiv. Ministerstvo financí ČR toto vyřešilo výkladem stávajících zákonů<sup>145</sup>. Investiční fondy jsou povinny účtovat dle účetních principů stanovených zákonem 501/2002 Sb. pro banky a ostatní finanční instituce. Fondy musí svůj majetek přeceňovat reálnou hodnotou, což má být zaznamenáno přímo v rozvaze. Reálné přeceňování tedy nebude mít z hlediska daňového žádný dopad, protože přecenění nebude vůbec figurovat ve výkazu zisků a ztrát.

Významnější problém představují otázky spojené s odepisováním majetku fondu, tvorbou rezerv a opravných položek a s tím spojené kalkulace daně z příjmu na úrovni podílových fondů. Stanovisko daňové správy ministerstva financí<sup>146</sup> vyhodnotilo, že podílové fondy nemohou nemovitý majetek odepisovat a ani nemohou vytvářet rezervy na opravy nemovitosti<sup>147</sup> a to i přesto, že z těchto nemovitostí mají příjmy, které zdaňují. Současná praxe je taková, že speciální fondy vlastní nemovitosti prostřednictvím podílů v nemovitostních

---

z příjmů pro domácí fondy s účinností od 1.1.2004. Tato sazba je aktuální ke konci roku 2007, zůstává však platná i v roce 2008. Novela zákona o dani z příjmu tuto sníženou sazbu nezměnila.

<sup>144</sup> Povinnost pravidelného přecenění reálnou hodnotou je stanovena Zákonem o kolektivním investování.

<sup>145</sup> Viz Ministerstvo financí (2006): Zápis z jednání Koordinačního výboru s Komorou daňových poradců ČR, [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)

<sup>146</sup> Viz Ministerstvo financí (2006): Zápis z jednání Koordinačního výboru s Komorou daňových poradců ČR, [www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)

<sup>147</sup> Toto negativní stanovisko pramenilo z úvahy, že pouze reálný vlastník nemovitých aktiv je oprávněn odečítat si od základu daně náklady odpisů. V případě podílového fondu, však není reálným vlastníkem fond, avšak jednotliví akcionáři.

společnostech, které majetek mohou odepisovat, ale platí daň z příjmu ve výši 24 %<sup>148</sup>, protože se na ně snížená sazba daně nevztahuje. Fond získá čistý výnos po zdanění nemovitostní společnosti, který pak „znovu“ zdaní 5 %. Daňové výhody pro fondy jsou tímto oslabené. Novela souvisejících daňových předpisů je nutná.

Dalším bodem je otázka nejasností DPH. V EU jsou finanční služby od DPH osvobozeny z důvodu, že je velmi obtížné určit přidanou hodnotu těchto služeb. Za situace, kdy fond může nabývat i aktiva jiného charakteru než finančního (například nemovitosti), však dochází k míchání dvou druhů plnění a dvou druhů příjmů.

Není výkladově jasné na jaké úrovni DPH vybírat a kdo přesně je daňový subjekt. Pro účely české daně z příjmu a českého daňového práva se podílový fond nepovažuje za samostatný právní subjekt, proto by odpočet DPH musel proběhnout na úrovni samotné investiční společnosti, což by bylo nevýhodné<sup>149</sup>. Jedním z možných řešení<sup>150</sup>, které ještě není ošetřeno legislativní cestou, je využití ustanovení 6. směrnice Rady 77/388/EHS, která umožňuje jednotlivým členským státům, aby si stanovily koeficienty pro výpočet nároku na odečet DPH u každého podílového fondu separátně. Plátcem DPH by tedy byla stále investiční společnost, avšak poměr zdanitelných a osvobozených plnění by byl sestavován za každý fond zvlášť. Ohledně daní z nemovitostí a z převodu nemovitostí je dle stanoviska Ministerstva financí subjektem těchto daní sama investiční společnost.<sup>151</sup>

Je nutné zdůraznit, že všechny výše uvedené účetní a daňové nejasnosti se netýkají fondů kvalifikovaných investorů investujících do nemovitostí. Tyto fondy mohou vznikat jako investiční fondy<sup>152</sup>, tedy entity se samostatnou právní subjektivitou. Proto se jich diskutované problémy, které převážně úzce souvisejí s definicí právní formy podílových fondů, nedotýkají. Díky daňovému zvýhodnění je tato forma investice do nemovitostí výhodná, což ukazuje tabulka 5-16.

---

<sup>148</sup> Od 1.1.2008 platí nová sazba daně ve výši 21 %

<sup>149</sup> Výsledkem je signifikantní ztráta odpočtu DPH při nákupu realit. Investiční společnost má dohromady se všemi svými podílovými fondy obraty z osvobozených finančních činností. V okamžiku, kdy nemovitosti budou pronajímány nějakému neplátcovi, na straně vstupů dochází ke krácení nároků na odpočet. Fond tedy nebude mít nárok na odpočet, který by si jinak plátce mohl odečíst.

<sup>150</sup> AFAM ČR, AKAT (2006) – prezentace Ing. Ondřeje Janečka

<sup>151</sup> Jak uvedl Ing. Mgr. Radek Halíček, konference AFAM ČR, AKAT (2006), ani tuto možnost neshledává Ministerstvo jako zcela ideální, protože tyto daně by měly být hrazeny k tíži samotných podílových fondů. Nicméně výše zmíněné stanovisko bylo dostatečné, protože nevyžadovalo další změny zákona.

<sup>152</sup> Viz kapitola 2.3.3.

**Případová studie daňového zvýhodnění fondů kvalifikovaných investorů (FKI) s investicí do nemovitostí<sup>153</sup>:**

Předpoklady

Skupina kvalifikovaných investorů	
Investice do dvou nemovitostí	2 miliardy Kč
Současná investice (rok 1)	1 miliarda Kč
Budoucí investice (rok 2)	1 miliarda Kč
Plánovaný exit v roce 8	

Ostatní předpoklady

Počet let odepisování	50
Roční odpisy	160 000 000 Kč
Roční výnosy z pronájmů	8 % hodn. investice
Výnosy z pronájmů 1. rok	6 % hodn. investice
Úvěr, 8 let	50 % hodn. investice
Úroková míra	5 % p.a.
Sazba daně z příjmu	24 %
Sazba daně pro FKI	5 %
Poplatky manažerovi nem.	3 %
Prodej nem. a likvidace fondu v roce 8	
Prodejní cena aktiv	2 850 000 000 Kč
Daň z převodu nemovitostí	3 %

Tabulka 5-16: Studie daňové výhody pro FKI v porovnání s typovou holdingovou společností, v tis. Kč<sup>154</sup>

	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Rok 7	Rok 8	Celkem
Výnosy z nájemného (Brutto)	60 000	120 000	160 000	160 000	160 000	160 000	160 000	2 850 000	3 830 000
Odpisy	-20 000	-40 000	-40 000	-40 000	-40 000	-40 000	-40 000	-20 000	-280 000
Operativní poplatky	-2 400	-5 100	-5 100	-5 100	-5 100	-5 100	-5 100	-1 740 000	-1 773 000
Úroky	-25 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	-25 000	-350 000
<b>Čisté výnosy</b>	<b>12 600</b>	<b>24 900</b>	<b>64 900</b>	<b>64 900</b>	<b>64 900</b>	<b>64 900</b>	<b>64 900</b>	<b>1 065 000</b>	<b>1 427 000</b>
Daň z převodu nemovitostí	0	0	0	0	0	0	0	-60 000	-60 000
Daň z příjmu (FKI)	630	1 245	3 245	3 245	3 245	3 245	3 245	50 250	68 350
<b>Netto zisk FKI</b>	<b>11 970</b>	<b>23 655</b>	<b>61 655</b>	<b>61 655</b>	<b>61 655</b>	<b>61 655</b>	<b>61 655</b>	<b>954 750</b>	<b>1 298 650</b>
Daň z převodu nemovitostí	0	0	0	0	0	0	0	-60 000	-60 000
Dan z příjmu (firma)	3 024	5 976	15 576	15 576	15 576	15 576	15 576	241 200	328 080
<b>Netto zisk firma</b>	<b>9 576</b>	<b>18 924</b>	<b>49 324</b>	<b>49 324</b>	<b>49 324</b>	<b>49 324</b>	<b>49 324</b>	<b>763 800</b>	<b>1 038 920</b>
<b>Výhoda FKI</b>	<b>2 394</b>	<b>4 731</b>	<b>12 331</b>	<b>12 331</b>	<b>12 331</b>	<b>12 331</b>	<b>12 331</b>	<b>190 950</b>	<b>259 730</b>

Zdroj: vlastní výpočet

<sup>153</sup> Odhad procentních výnosů z pronájmů se opírá o výběrová data studie Knight Frank (2006).

<sup>154</sup> Přesný proces výpočtu daně z příjmu je mnohem komplexnější záležitostí. V tomto případě se tedy jedná o modifikovaný výpočet, jehož cílem je pouze vyzdvihnout finanční možnosti a efekty plynoucí ze snížené sazby daně. Například dle zákona č. 357/1992 Sb., o dani dědičné, darovací a o dani z převodu nemovitostí je od daně z převodu nemovitostí je osvobozen první uplatný převod nebo přechod vlastnictví ke stavbě, která je novou stavbou, na niž bylo vydáno pravomocné kolaudační rozhodnutí, nebo je dokončenou novou stavbou nebo rozestavěnou novou stavbou a stavba nebyla dosud užívána, s výjimkou zkušebního provozu (například developerské spol.).



### 5.3.1.2. Zdanění na úrovni podílníka

Zdanění na úrovni podílníka se v České republice liší podle toho, zda se jedná o fyzickou nebo právnickou osobu. Obecně dividendy a podíly na zisku podléhají v ČR srážkové dani ve výši 15 %. Daňové úlevy lze v určitých případech dosáhnout využitím evropské směrnice o mateřských a dceřiných společnostech<sup>155</sup>. Směrnice osvobozuje od daně dividendy, které jsou vypláceny dceřinou společností mateřské společnosti<sup>156</sup>. V případě prodeje podílových listů lze u fyzických osoby využít tzv. šestiměsíčního časového testu. V případě delšího než 6 měsíčního časového odstupu od nákupu a prodeje podílových listů jsou výnosy od daně z příjmu osvobozeny. Pokud jsou tyto drženy pouze kratší dobu než 6 měsíců, podléhají 15 – 32 %<sup>157</sup> dani v závislosti na celkových ročních zdanitelných příjmech příslušné osoby. Právnické osoby musí zisky z prodeje podílových listů zahrnovat do běžného základu daně.

### **5.3.2. Makro pohled – vliv daňové struktury na sektor fondů kolektivního investování v ČR**

Daňové systémy mnoha zemí aktivně podporují správu aktiv v dané zemi a snaží se vytvářet prostředí, které je atraktivní i v mezinárodním měřítku. Například ve fondových centrech, jako je například Lucembursko, v případě výplaty zisků investorům (nerezidentům) tyto zisky nepodléhají dalšímu zdanění v jurisdikci, kde se nachází fond, tzn. není vybírána žádná srážková daň z dividend. Diskutovaná daňová konkurence mezi státy je skutečností. Tyto jurisdikce (nejčastěji se jedná o malé státy s tradičně otevřenou ekonomikou, mezi které se řadí Lucembursko, ale i Česká republika) se snaží příznivým daňovým systémem přilákat zahraniční kapitál. Lokální státní rozpočet sice sníží své příjmy o daně vybrané na úrovni

---

<sup>155</sup> 6 směrnice Rady 90/435/EHS ze dne 23. července 1990

<sup>156</sup> Tato směrnice lze využít za předpokladu splnění tří podmínek:

- požadavek na právní formu v ČR
- požadavek na min. podíl kapitálu (mateřská společnost musí vlastnit min. 10 % podíl na kapitálu vyplácející společnosti)
- min. doba držby 12 měsíců

V případě podílového fondu však tato směrnice nelze uplatnit, protože drobní podílníci nebudou vlastnit dostatečný podíl na kapitálu fondu.

<sup>157</sup> K 1.1.2008 platí jednotná sazba 15%, odlišný je princip výpočtu daňového zákona.

fondů nebo daně z dividend, na druhou stranu však vysoce profituje díky přidruženým efektům, které plynou z obhospodařování kapitálu lokálními poskytovateli služeb.<sup>158</sup>

Pokud by se podařilo České republice díky motivujícím daňovým podmínkám získat i relativně malou skupinu těchto investorů, prezentovalo by to významné zvýšení příjmů tohoto odvětví a také státního rozpočtu. Konkrétně, pokud by Česká republika „přilákala“ pouze 1 %<sup>159</sup> hodnoty evropských prostředků, které jsou v současnosti uloženy ve fondech, prezentovalo by to příliv kapitálu ve výši cca 2,4 bilionu Kč.<sup>160</sup> To je mnohonásobně více, než současná hodnota prostředků ve fondech s českým domicilem. Z toho plynoucí implikace pro státní rozpočet by tedy byly významné. V tomto kontextu je s ohledem na budoucí vývoj velmi důležitá podrobná diskuse a případná smysluplná a věcná shoda mezi Ministerstvem financí ČR, ČNB jako regulátorem a ostatními účastníky trhu. Zejména v oblasti kolektivního investování do nemovitostí se lokální trh nachází v určitém přechodném období, pro další rozvoj je nutné i stabilní daňové prostředí.

---

<sup>158</sup> Jedná se o konzultantské společnosti, právní kanceláře, banky (zastávající funkci depozitáře), kvalifikované zaměstnance, atd. Příjmy těchto společností jsou daněny standardní daní 24 % a dále je odváděno také DPH. Tyto finanční prostředky pro státní rozpočet tedy převáží relativní počáteční ztrátu při ponechání snížené daňové sazby pro fondy.

<sup>159</sup> AFAM ČR (2007c)

<sup>160</sup> V říjnu 2007 bylo v evropských fondech uloženo 7,8 bilionů EUR. Zdroj: [www.efama.org](http://www.efama.org)

#### **5.4. Další změny v evropské legislativě a jejich dopad na lokální podmínky a případný rozvoj speciálních fondů (nemovitostí) a FKI**

Nejen v České republice, ale také v Evropě dochází v současné době k mnoha změnám v oblasti kolektivního investování. Jedná se o změny týkající se měnících se trendů a nových investičních instrumentů a na ně navazující změny v oblasti regulace, resp. legislativních novinek. Lokální právní úprava je s evropskou díky několika novelám zákonů v minulých letech harmonizována. Evropský regionální vývoj bude tedy přímo ovlivňovat i vývoj a trendy kolektivního investování v ČR.

##### **5.4.1. Bílá kniha o zlepšení tržního rámce pro investiční fondy**

Evropa se donedávna zabývala zejména sektorem fondů zaměřených na drobné investory. To potvrzuje rozsah legislativních opatření věnovaný fondům UCITS (tedy harmonizovaným fondům určeným primárně pro retailové klienty) ve směrnici a také četné statistiky. Fondy UCITS mají více než sedmdesátiprocentní podíl na celkových aktivech evropských fondů<sup>161</sup>. Oblast kolektivního investování v Evropě se ale dostala v posledních letech do pohybu. Významnou hnací silou růstu tohoto odvětví je stárnutí populace a nutnost převzetí větší odpovědnosti za dlouhodobé finanční potřeby samotnými občany. Na trh vstupují inovativní produkty jako hedge fondy, private equity fondy a také nemovitostní fondy, ale zároveň i konkurenční produkty, jako investiční certifikáty nebo jiné veřejně obchodovatelné papíry nesoucí pod sebou různá podkladová aktiva. Tyto struktury mohou být lacinější díky veřejné obchodovatelnosti a méně „omezovány“ regulací. Evropa si tedy začala uvědomovat, že pokud chce být celosvětově konkurenceschopná a chce zabránit odlivu prostředků do destinací s nižším zdaněním (offshore centra), musí tyto nové struktury také implementovat.

Základním kamenem právního rámce EU pro investiční fondy je směrnice o UCITS z roku 1985<sup>162</sup>. Od této doby se evropský trh s fondy rozšířil a prohloubil a je organizován na celoevropské úrovni. V praxi je využíván produktový pas UCITS<sup>163</sup>. Po četných analýzách, které proběhly v minulých letech bylo Komisí konstatováno, že<sup>164</sup>: „ *směrnice o UCITS již*

---

<sup>161</sup> EFAMA (2006): Fact Book, [www.efama.org](http://www.efama.org)

<sup>162</sup> Přesně se jedná o směrnici 85/611/EHS

<sup>163</sup> Přeshraniční prodeje fondů představovaly v roce 2005 cca 66% celkových čistých příjmů odvětví

<sup>164</sup> Výňatek z bílé knihy vydané Zastoupením Evropské komise 16. listopadu 2006

*nedokáže být dostatečnou oporou evropskému odvětví fondů, které mění svoji strukturu, aby vyhovělo novým výzvám v konkurenčním boji a měnícím se potřebám evropských investorů. Klíčové prvky směrnice nefungují účinně. Svobody poskytované směrnicí jsou realizovány za cenu zbytečně vysokých nákladů na dosažení souladu. Směrnice neposkytuje správcům fondů s fondy nebo aktivitami v různých členských státech dostatečnou pružnost při organizaci nebo restrukturalizaci podnikání. Tato nedostatečná účinnost a překážky se odrážejí ve vyšších nákladech a nižších výnosech pro investory fondů.“*

Bílá kniha nekladla za cíl směrnicí kompletně zrevidovat, ale navrhuje postupné rozvíjení stávajícího rámce, kdy by se tento měl zmodernizovat a doplnit. Společným jmenovatelem všech budoucích legislativních opatření je snižování nákladů a také potencionální zvyšování výnosů<sup>165</sup>. Jedním z diskutovaných nedostatků stávající evropské legislativní úpravy bylo příliš mnoho administrativních překážek v rámci přeshraničního uvádění na trh. Postupy povolení UCITS fondů vydané domovským členským státem a oznámení hostitelskému členskému státu jsou často zdlouhavé<sup>166</sup>. Opatřením, spíše administrativního rázu je fixace dvouměsíční lhůty. Doba přezkoumání by se také neměla počítat od dodání posledního dokumentu, ale od prvního podání žádosti. Současně se tento pozměněný návrh snaží motivovat jednotlivé regulativní orgány k větší vzájemné spolupráci při schvalování žádostí.

Další návrhy jsou již zásadnějšího charakteru a v budoucnu mohou mít významný dopad na prostředí kolektivního investování v ČR. Bílá kniha navrhuje usnadnit přeshraniční fúze fondů. Současný trh UCITS fondů je totiž z velké části tvořen fondy menšími než optimální velikost, čímž zůstávají nevyužity významné úspory z rozsahu a náklady s tímto spojené nese investor<sup>167</sup>. Komise v textu hovoří i o tzv. pasu depozitáře a analyzovala dvě možná řešení: umožnit pobočkám bank schválených v jiném členském státě vystupovat jako depozitář a umožnit depozitářům delegovat úschovu aktiv opatrovníkovi v jiném členském státě. Pro usnadnění koncentrací fondů již byly navrženy právní a regulativní opatření, téma evropského pasu pro depozitáře zatím nebylo konkrétně dořešeno.

---

<sup>165</sup> Výzkum odhaduje, že snížení provozních nákladů evropských fondů na úroveň nákladů fondů v USA by zvýšilo jmenovitou výnosnost investic o 3%. Dále bylo také odhadnuto, že evropské odvětví fondů by mohlo ročně ušetřit mezi 2 až 6 miliardami EUR. Viz Wildson, Malcom (2006)

<sup>166</sup> Jak uvedl na podzim 2006 Libor Michálek, ředitel sekce kolektivního investování ČNB na konferenci AFAM/AKAT: Nové možnosti fondů v ČR, doposud platná dvouměsíční lhůta pro prověření dokumentace fondu orgánem státu nebývala často ani dodržována. Ve výjimečných případech přezkoumání žádosti trvalo i více než 6 měsíců.

<sup>167</sup> Bílá kniha jako hranici „optimální velikosti“ stanovila hodnotu 50 milionů EUR, přičemž uvádí, že v současnosti této hranice nedosahuje celých 54% fondů UCITS.

Na konferenci AFAM ČR, AKAT (2006) bylo v souvislosti s výše uvedenými body diskutováno možné riziko, že po sjednocení, harmonizaci a nastavení pravidel pro přeshraniční fúze by stávající standardní fondy v České republice mohly být sloučeny (s cílem dále redukovat náklady) s fondy zahraničními.

Evropská komise přikládá stále vyšší význam konkurenčním<sup>168</sup> spořicími produktům. Z analýzy Wildson, Mylcom (2006) vytvořené pro potřeby EU vyplývá, že náklady na provoz investičních společností za stávajícího legislativního nastavení jsou nezanedbatelné a že v určitých oblastech se evropský sektor kolektivního investování stává méně konkurenceschopným vůči jiným typům produktů, například investičním certifikátům<sup>169</sup>. Evropská legislativa totiž bez výjimky stanovuje určitá pravidla provozu investičních společností a pokud by se například nějaký fond chtěl zaměřit svou investiční politikou pouze na pasivní správu portfolia<sup>170</sup> tak podle směrnice musí zavést celou řadu pravidel měření rizik, což snižuje konkurenceschopnost vůči alternativním investičním možnostem.

Mezi další diskutované body Bílé knihy, kde ještě Evropská komise nezaujala konkrétní stanoviska, patří jednotná tržní řešení pro neharmonizované fondy určené drobným investorům, uvádění na trh a prodej produktů „kvalifikovaným investorům“. I toto jsou z hlediska fungování fondů zajímavá témata, o kterých ještě před několika lety nebylo reálné ani uvažovat.

---

<sup>168</sup> V tomto smyslu se konkurenčním myslí nestandardizovaný UCITS.

<sup>169</sup> Certifikáty jsou burzovně a mimoburzovně obchodované cenné papíry, jejichž cena se odvíjí na základě vývoje podkladového aktiva. Tímto aktivem mohou být burzovní indexy, akcie, komodity, úroky, měny atd. Narozdíl od jiných cenných papírů jako jsou třeba akcie, fondy, úrokové sazby, měny se jejich cena neodvíjí na základě nabídky a poptávky po dotyčném investičním certifikátu, ale přesně na základě vývoje podkladového aktiva na který je příslušný certifikát vydán. Přičemž platí pravidla, která přesně definují, jakou hodnotu majitel certifikátu při pohybu podkladového aktiva v daný okamžik obdrží.

<sup>170</sup> Například fondy kopírující určitý index

### 5.4.2. Směrnice MiFID

Diskutovaným tématem implementace evropské směrnice 2004/39/ES o trzích finančních instrumentů (MiFID = The Markets in Financial Instruments Directive), která zavádí společný tržní a regulatorní režim pro poskytování služeb ve všech členských státech Evropské unie. Tato směrnice je v EU účinná již od 30. dubna 2004, členské státy měly zavést nová pravidla do svých právních řádů do 31. ledna 2007 a aplikovat je 1. listopadu 2007. Potřeba této konkrétní směrnice vznikla díky již zmíněnému rostoucímu množství poskytovaných finančních a investičních služeb a díky snaze harmonizování ochrany investorů společně s umožněním přeshraničních služeb po celé EU při zajištění větší transparentnosti cen finančních instrumentů. Tento předpis se tedy oblasti investičních fondů přímo nedotýká. Avšak pro pochopení širších souvislostí následuje stručná charakteristika směrnice.

Zásadní změnou této nové evropské právní úpravy je rozdílná koncepce investičních služeb a investičních nástrojů. Zůstal zachován princip členění na investiční a doplňkové služby, avšak poskytování investičních služeb a činností bylo vyhrazeno pouze obchodníkům s cennými papíry. Směrnice MiFID dále rozšiřuje výčet hlavních investičních služeb a činností, k jejichž poskytování budou oprávněni jen obchodníci s cennými papíry. Ve velkém rozsahu je upravena problematika regulovaných trhů a podmínky pro přijímání finančních nástrojů k obchodování na nich. Byla určena pravidla pro poskytování přeshraničních služeb a pro zřízení pobočky. Nově byla upravena možnost pasportování pro regulované trhy.

Ze zprávy společnosti Deloitte<sup>171</sup>, která se zabývá zhodnocením dopadů směrnice MiFID, vyplývá, že ze strategického hlediska budou největší změny patrné pro globální investiční banky působící v Evropské unii, správce aktiv, makléře a burzy. Implementací opatření MiFIDu totiž získají efektivnější přístup k zákazníkům budou moci jednodušeji rozšiřovat své služby v rámci EU a dále zvyšovat objemy transakcí. Finanční trhy se implementací směrnice stanou transparentnější, což rozšíří možnosti výběru pro investory. Firmy budou moci více využívat sdílené služby v rámci skupiny, což umožní redukovat náklady. Snižování nákladů povede investiční firmy také k tomu, aby ve větší míře prováděly přeshraniční akvizice ve snaze rozšířit zákaznickou základnu rychleji než jejich konkurenční společnosti.

---

<sup>171</sup> Viz Jennings (2006)

### 5.4.3. Česká republika a její budoucí role na evropském trhu kolektivního investování

Evropa začala po delší době otálení<sup>172</sup> implementovat řadu změn a inovací, zejména směrem k novým formám investování a nebo k větším investičním příležitostem pro investory institucionální, aby byla v dlouhodobém horizontu konkurenceschopná. Současné dění v Evropě také do jisté míry koresponduje s dosavadním legislativním vývojem v ČR. V návaznosti na tyto změny se tedy nabízí úvaha nad budoucí strategií fungování investičních fondů u nás.

Trh retailových fondů je v současnosti doslova přeplněn nabídkou (například fondy akciové, dluhopisové, peněžní) a je stále složitější nalézat nové příležitosti a vymýšlet nové typy fondů určených veřejnosti. Fondové odvětví je silně konsolidováno do několika málo společností s oprávněním obhospodařovat jednotky kolektivního investování a většinou se jedná o korporace bankovního sektoru. Tyto mezinárodní bankovní skupiny spravující domácí i zahraniční fondy nebudou mít po implementaci nové směrnice o kolektivním investování a směrnice MiFID důvod držet si v ČR relativně malé lokální fondy, když po celé Evropě bude možné jednotně spravovat fondy v některém fondovém centru.<sup>173</sup> Tento trend bude navíc ještě umocněn přijetím společné měny Euro v ČR, protože se pak ještě vytratí funkce eliminace kurzového rizika.

I v návaznosti na vznik, následný vývoj a současnou situaci na českém trhu kolektivního investování je zřejmé, že na evropském fondovém trhu je česká pozice standardizovaných retailových fondů oslabena v dlouhodobém horizontu by nebylo příliš efektivní pokoušet se na trhu UCITS fondů významněji konkurovat zavedeným fondovým centřům jakými jsou například Lucembursko nebo Irsko. Pro ČR by bylo nákladné, pravděpodobně i nemožné přesvědčit mezinárodní finanční skupiny, přesunout administraci fondů do ČR a udržet konkurenceschopnost v evropském měřítku, což může být jedním z více podnětů pro úvahy o razantním rozvoji sektoru fondů speciálních.

---

<sup>172</sup> Evropská legislativa se většinou věnovala většinou pouze nastavování pravidel pro směrnice fondy určené pro retailové investory a v jiných oblastech alternativních investic nebyl v podstatě posun žádný.

<sup>173</sup> Ta samá skladba aktiv, kterou mohou mít přes fond denominovaný v korunách, tak podobné fondy bude možné zakládat v mnoha případech naprosto totožné, ale s nižšími poplatky za správu a administrativu i v jiných státech.

V dlouhodobém horizontu má smysl se více specializovat na alternativní produkty, to znamená například nemovitostní fondy, které v Evropě stále nejsou tolik rozšířeny a fondy kvalifikovaných investorů. Kapitál je (narozdíl od korporací) dostatečně flexibilní. Tímto výrokem se však nemyslí kapitál drobných investorů, kteří jsou převážně odkázáni na nabídku investic v té zemi, kde se investor nachází, ale institucionální investoři a bohatší osoby jsou schopny si nalézt příznivější prostředí. V tomto kontextu je zajímavé poukázat na Lucembursko, kde nedávno vstoupil v platnost zákon, který dále upravuje fondy institucionálních investorů a dále je formuje směrem k systému, který byl do českého Zákona o kolektivním investování implementován již v roce 2006. V Evropě doposud existovaly speciální fondy určené institucionálním investorům, zásadní rozdíl je však ve skutečnosti, že fondy kvalifikovaných investorů umožňují vstup i osobám fyzickým.

V neposlední řadě je na Evropské úrovni viditelný trend možnosti harmonizace a tudíž i pasportizace některých typů speciálních fondů<sup>174</sup>. Tento další vývoj je zatím otázkou několika let, protože samotné legislativní změny a následná implementace si vyžádají určitý čas a následně i několik let trvá, než začnou investoři změny v praxi využívat. Česká republika má nyní příležitost přesně definovat obchodní mezery v segmentech fondů a využít zatím nižší rozvinutosti alternativních fondů a snažit se dosáhnout aktivní bilance dovozu a vývozu kapitálu v této oblasti tím, že bude schopna zahraničním subjektům nabídnout zajímavý investiční instrument, který nemusí své investice omezovat pouze na území ČR, ale bude zde pouze spravován.<sup>175</sup>

---

<sup>174</sup> Například podkapitola Bílé knihy EK zmiňuje harmonizaci nemovitostních fondů otevřeného typu, které jsou již v české legislativě upraveny.

<sup>175</sup> Například možnost založit v ČR fond denominovaný v rumunských Leu (RON), které by byly spravovány z Česka a distribuovány v Rumunsku.



## **5.5. Potenciál využití nemovitostních fondů v kontextu připravovaných lokálních legislativních změn**

Během legislativního procesu přijímání novely ZKI byly diskutovány další věcné i legislativně technické doplňovací návrhy. Původní snaha byla i tyto doplňky zapracovat do připravované novely. Byl vypracován návrh pozměňovacího návrhu zákona<sup>176</sup>, který se ale v rámci legislativního procesu již nepodařilo uplatnit. Návrh tedy není v současnosti v zákonech implementován, nicméně poslouží jako výchozí podklad případné budoucí novely ZKI<sup>177</sup>.

V mnoha bodech pozměňovacího návrhu byly odstraněny formulační legislativně technické nedostatky<sup>178</sup>. Z hlediska budoucího rozvoje nemovitostních fondů je ale důležitější analýza základních věcných návrhů. Jednou ze změn byla například možnost pro nemovitostní společnost, v níž má speciální fond nemovitostí účast, nabývat účast v další nemovitostní společnosti<sup>179</sup>. V současnosti mohou nemovitostní fondy investovat likvidní podíly svých portfolií do standardních instrumentů<sup>180</sup>. Pokud by však nemovitostní fondy chtěly být ještě z větší míry „nemovitostní“, byla by zajímavá možnost, aby své likvidní prostředky mohly investovat například do podílů jiných nemovitostních fondů nebo fondů kvalifikovaných investorů zaměřujících své investice do realit.

Významný posun by pro nemovitostní fondy představovaly body pozměňovacího návrhu, které umožňují fondům kvalifikovaných investorů své akcie sekundárně uvést na veřejný trh. Pokud by toto zákon v budoucnu umožňoval, byly by na českém trhu dostupné investice do nemovitostí prostřednictvím struktur obdobných americkým REITům.<sup>181</sup> Z této možnosti vyplývají další související pozměňovací návrhy. Jedná se například o zrušení omezení maximálního počtu investorů, zrušení minimálního investičního limitu, zrušení zákazu

---

<sup>176</sup> Na tomto návrhu spolupracovalo Ministerstvo financí, KCP a UNIS ČR. Přesný název dokumentu zní: Pozměňovací návrhy k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování, ve znění zákona č. ..../2006 Sb., a zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro finanční trh a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, sněmovní tisk 1158

<sup>177</sup> Viz konference AFAM ČR, AKAT ČR (2006): prezentace K. Cetlová

<sup>178</sup> Například lze zmínit jistá „změkčení“ v případě funkce depozitáře a povinností fondu vůči depozitáři. Depozitář by měl nově vykonávat pouze kontrolní funkci (v současnosti jakákoliv transakce podléhá nejprve schválení depozitáře). Důležitou změnou je také posun v povinnosti fondu informovat depozitáře, tento bod návrh pozměňuje na informační povinnost až po nabytí konkrétní nemovitosti nebo nemovitostní společnosti. Důvodem bylo vyhnout se nadměrnému administrativnímu zatížení depozitáře, ale také vyhnout se případným „spekulacím“ ve vztahu k zamýšleným transakcím fondu.

<sup>179</sup> Tuto množnost zatím Zákon o kolektivním investování zakazuje.

<sup>180</sup> Viz kapitola 2.3.4.

<sup>181</sup> Charakteristika REITů je podrobně analyzována v kapitole 3.1.

propagace a časového omezení existence fondů. Poslední zmíněný bod umožňuje založit fondy kvalifikovaných investorů ve formě investičního fondu na dobu neurčitou. Dosavadní limit deseti let může být v určitých situacích pro fond negativní. Pokud fond prosperuje, není důvod jej po deseti letech likvidovat.<sup>182</sup>

### 5.5.1. Nemovitostní fondy jako zdroj investic pro PPP projekty?

V případě, že by další novela ZKI umožnila vznik investičních struktur podobných uzavřeným fondům typu REIT, na českém trhu kolektivního investování by přibyl nejen další pro investory zajímavý instrument. Zahraniční zkušenosti ukazují, že uzavřené struktury, které mohou své akcie uvést na burzu, jsou vhodným instrumentem pro financování vládních investičních projektů<sup>183</sup>. V ČR by tedy například mohly být tímto způsobem financovány PPP projekty.

Zkratka PPP znamená Public Private Partnership a v České republice se využívá pro označení projektů Partnerství veřejného a soukromého sektoru. Jedná se o spolupráci, která vzniká za účelem využití zdrojů a schopností soukromého sektoru při zajištění veřejné infrastruktury nebo veřejných služeb a včetně výkonu státní správy, a urychlují tak realizaci významných infrastrukturních projektů<sup>184</sup>. V případě PPP projektu soukromý subjekt kompletně zajistí aktivum (například postaví dálnici, věznici, atd.) a následně jej provozuje. U fondů existuje potenciál vytvoření kumulovaného privátního kapitálu, který by sám podporoval investice v oblasti středního podnikání a podporoval rozvoj nových projektů. Princip je takový, že investoři investují do speciálně vytvořených fondů a ty získané investiční prostředky směřují do těchto projektů. Vzniká tedy zajímavé spojení, kdy kumulované úspory občanů jsou investovány do rozvoje státu. Každý jednotlivý investor může tyto investice reálně vidět nebo je používat. V současnosti jsou v ČR připraveny projekty za cca 1 bilion Kč<sup>185</sup>, což

---

<sup>182</sup> Toto omezení bylo do zákona o kolektivním investování zahrnuto zejména z důvodu negativních zkušeností s fondy z období kupónové privatizace. Omezení mělo zaručit určitou „jistotu“ návratnosti investice.

<sup>183</sup> Například v USA vznikly REITy právě s úmyslem získat dostatečný kapitál pro financování dopravní infrastruktury v USA.

<sup>184</sup> Nejčastěji se jedná o projekty v těchto oborech:

- Dopravní infrastruktura
- Administrativní kapacity (úřady, soudy, věznice)
- Zdravotnictví (nemocnice)
- Školství (univerzitní komplexy, studentské koleje)
- Utility (vodárenství)

<sup>185</sup> Viz konference AFAM ČR, AKAT ČR (2006): prezentace Martin Hanzlík – AFAM ČR

mnohonásobně přesahuje objem finančních prostředků, které jsou v současnosti v českých fondech. Tato možnost investice by v neposlední řadě mohla oslovit také zahraniční investory, protože v západní Evropě již existují speciální subjekty, které se svou investiční politikou právě na podobné subjekty zaměřují.<sup>186</sup>

---

<sup>186</sup> Viz konference AFAM ČR, AKAT ČR (2006): prezentace Lukáš Schirl - Jones Lang LaSalle

## **6. Slibná budoucnost nemovitostních fondů?**

Kolektivní investování má v České republice relativně krátkou historii. Vznik fondů z potřeb kupónové privatizace tuto oblast významně determinoval, často negativním směrem. Byla narušena důvěra drobných investorů a její obnova je dlouhodobou záležitostí. Nemovitosti a přímá investice do nich jsou v ČR stabilně vyhledávané. Reality jsou vnímány jako bezpečné aktivum, což částečně důvěru veřejnosti v tento investiční instrument posiluje.

První zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování, který myšlenku nemovitostních fondů „zlegalizoval“, byl přijat v roce 2004 a byl prvním zákonem, který neuvažoval fondy jako prostředek realizace kupónové privatizace. Obsahoval důležité inovace, mezi jinými i možnost vzniku nemovitostních fondů. Přestože tento zákon založení a fungování nemovitostních fondů v praxi komplikoval, lze zákon ohodnotit jako pozitivní věcný posun. Zahrnutí možnosti nákupu nemovitostí do portfolia fondů, totiž následně vyvolalo odbornou diskusi, která upozornila na vzniklé problémy a přinesla podněty pro inovaci. Je otázkou, jak by k této diskusi došlo, pokud by nemovitostní fondy nebyly v tehdejší zákoně uvažovány. Následná příprava novely Zákona o kolektivním investování již byla založena na odborných a věcných argumentech.

Nemovitosti mají odlišné charakteristiky od standardních<sup>187</sup> podkladových aktiv. I díky těmto odlišnostem jsou nemovitostní fondy na trhu žádaným investičním instrumentem.<sup>188</sup> Ani nemovitosti ale nejsou stoprocentně bezrizikovým aktivem. Pokud je realitní fond založen formou otevřeného podílového fondu, případná investice do těchto fondů nese také odlišná rizika - charakteristická pro otevřené nemovitostní fondy. V tomto smyslu byly nepřímo ovlivněny lokální podmínky pro nemovitostní fondy zkušenostmi zahraničních nemovitostních fondů. Novela Zákona o kolektivním investování se v široké míře opírá o německou legislativu. V období její přípravy se právě německý trh realitních fondů dostal do problémů, které pramenily z nedostatku likvidních prostředků pro zajištění průběžného odkupování cenných papírů. Problémy v Německu rozpoutaly diskusi o vhodnosti otevřené formy fondu jako struktury pro fungování nemovitostních fondů. V této souvislosti teoretická analýza dokazuje, že otevřené nemovitostní fondy mohou fungovat stabilně za určitých

---

<sup>187</sup> Standardními podkladovými aktivy se v tomto smyslu míní podkladová aktiva standardizovaných (tedy harmonizovaných v rámci EU) UCITS fondů.

<sup>188</sup> Viz Lonie, Adamovský (2006)

předpokladů, jakým je například vhodně zvolená výše likvidních prostředků v portfoliu fondu. Občasné runy na fond by tedy měly být chápány spíše jako prostředek vyčištění trhů od fondů se špatným managementem.

Vývoj v Německu znamenal při tvorbě novely ZKI důležitou informační výhodu. Příslušná preventivní opatření, která by podobné krizi v Česku předcházela, již stihla být zahrnuta. Novela zákona o kolektivním investování, schválená v květnu 2006, odstranila předešlé technické nedostatky zákona, nastavila relativně dobré startovací podmínky speciálním fondům i ve srovnání s vyspělými státy EU. Například vznik fondů kvalifikovaných investorů byl v České republice umožněn ještě dříve než v Lucembursku, které představuje jedno z nejrozvinutějších a nejdůležitějších světových center kolektivního investování. Kromě otevřených nemovitostních fondů mohou i fondy kvalifikovaných investorů investovat přímo do nemovitostí, resp. nemovitostních společností a tedy představují zajímavou investiční pobídku pro movitější klienty nebo institucionální investory z ČR a ze zahraničí.

Realitní trh v České republice, zejména v jejím hlavním městě, je velmi dynamický a stále přináší vyšší výnosy ve srovnání s dalšími evropskými městy.<sup>189</sup> Diskutabilní oblastí jsou daňové a účetní otázky. Daňová konkurence mezi státy existuje a pokud by se Česká republika snažila v dlouhodobějším horizontu přilákat kromě domácího i zahraniční kapitál, je nutné, aby i tato oblast byla bez výkladových nejasností, transparentní a stabilní. Legislativní změny a následná implementace vyžadují určitý čas, než se přizpůsobí související zákony a investoři si najdou v nových podmínkách svůj prostor. I v tomto směru jsou české nemovitostní fondy v určitém předstihu. Evropská unie začala speciálním fondům věnovat větší pozornost relativně nedávno. ČR definovala včas obchodní mezeru v segmentu fondů, přijala příslušnou legislativu a nyní má prostor pro následné sladění v rámci komplexní provázanosti zákonů. Pokud dojde na evropské úrovni, jak to již zmiňuje Bílá kniha, k harmonizaci nemovitostních fondů otevřeného typu, může být český trh nemovitostních fondů úspěšný a pokusit se tak dosáhnout aktivní bilance dovozu a vývozu kapitálu. V tomto období je možné pracovat na přípravě komplexního systému zdaňování tak, aby Česká republika byla konkurenceschopná v rámci celé Evropy a aby byly naplněny cíle dané novelami zákona o kolektivním investování.

---

<sup>189</sup> Viz Knight Frank (2006)

Tímto však není do budoucna možnosti a potenciál nemovitostních fondů v ČR vyčerpán. Existuje prostor pro další věcný rozvoj nemovitostních fondů, což by mohlo jejich význam a pozici na trhu fondů posílit ve vztahu k investorům, případně také ve vztahu ke státní správě. Motivaci do budoucna prezentuje veřejná obchodovatelnost a následné možnosti využití vzniklé struktury, například jako vhodný zdroj soukromého kapitálu pro financování PPP projektů. Nemovitostní fondy jsou velmi zajímavou investiční příležitostí, která má na trhu lokálního, ale i evropského kolektivního investování, velmi slibnou budoucnost.

## **7. Závěr**

Práce analyzovala nemovitostní fondy jako relativně nový investiční instrument, zabývala se jejich budoucí perspektivou na českém trhu kolektivního investování, dále z aspektu mezinárodním vývojem a trendy v této oblasti. Zakládání a činnost nemovitostních fondů s možností nakupovat nemovitosti přímo do svého portfolia byly technicky umožněny teprve v květnu 2006, český trh nemá doposud s tímto produktem mnoho zkušeností. Poznatky lze získat hlubší analýzou trhu nemovitostních fondů v Německu a USA, kde mají dlouhou tradici. Větší pozornost byla věnována německým fondům, protože německá právní úprava nemovitostních fondů sloužila jako předloha při přípravě české legislativy. Práce má z velké míry popisný charakter. První nemovitostní fond vznikl v březnu 2007, nyní (prosinec 2007) operují na českém trhu pouze dva otevřené nemovitostní fondy. Je nutné delší časové období, než vznikne dostatečný trh, který poskytne odpovídající empirická data. Budoucí vývoj následně ukáže, zda se prognózy této práce potvrdí.

## **8. Použitá literatura a prameny:**

### **8.1. Monografie a články:**

- AFAM ČR (2007a):** Přípomínky Asociace fondů a asset managementu ČR k návrhu zákona, pracovní materiál, poskytnuto emailem
- AFAM ČR (2007b):** Analýza situace sektoru fondů kolektivního investování v ČR z pohledu jeho případné podpory, pracovní materiál, poskytnuto emailem
- AFAM ČR (2007c):** Podkladpro analýzu daňových dopadů na sektor fondů kolektivního investování v ČR, pracovní materiál, poskytnuto emailem
- Allen, F., Gale, D. (2001):** Comparing Financial Systems; The MIT Press Cambridge
- Allen, F., Galle, D. (1998):** Optimal Financial Crises, The Journal of Finance, Vol. 53, No. 4, str. 1257
- Ball, M., Lizieri, L., McGregor, B.D.(1998)** The economics of Commercial Property Markets, London: Routledge
- Bannier, Ch.E., Fecht, F., Tyrell, M. (2007):** Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis, Discussion paper, Deutsche Bundesbank,  
[http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/dkp/200704dkp\\_b.pdf](http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/dkp/200704dkp_b.pdf)
- Bradáč, A. a kol. (2004):** Teorie oceňování nemovitostí, 6. přepracované vydání, Brno
- Bradáč, A., Fiala, J., Hlavinková, V. (2007):** Nemovitosti, Oceňování a právní vztahy, 4. přepracované a doplněné vydání, Praha
- Brown, G. R., Maysiak, G. A. (2000):** Real Estate Investmet: A Capital Market Approach. Financial Times Prentice hall
- Bruegemann, W. B., Fischer, J.D. (2005):** Real estate finance and investments, 12th ed. Boston: McGraw-Hill, 2005
- Bundesverband Investment und Asset Management e.V.(2006):** BVI presents package of measures for open ended real estate funds, Focus on liquidity management, valuation and transparency,  
[http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106\\_mnp\\_eng/pm240106\\_mnp\\_engl.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106_mnp_eng/pm240106_mnp_engl.pdf)
- Carlson, M., Van Damme, E., (1993):** Global Games and Equilibrium Selection, Econometrica, 61, 989 – 1018

- Conner, P., Liang, Y.** (2005): Global REITs: A New Platform of Ownership, Pramerica Real Estate Investors,  
[http://www.pramericarei.com/pramerica/pdf/realestate/Pramerica\\_Global\\_REITs.pdf](http://www.pramericarei.com/pramerica/pdf/realestate/Pramerica_Global_REITs.pdf)
- ČNB** (2007): K některým otázkám kolektivního investování souvisejících s novelou zákona o kolektivním investování, věstník ČNB, částka 3/2007,  
[http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace\\_profesionalum/Stanoviska\\_a\\_pravni\\_nazory\\_KP.page](http://www.cnb.cz/export/CZ/Informace_profesionalum/Stanoviska_a_pravni_nazory_KP.page)
- Diamond, D. W., Dybvig, P. H.** (1983): Bank runs, deposit insurance, and liquidity, Journal of Political Economy, 91
- Dvořák, V.** (2004): Kolektivní investování v České republice a Evropě, Regulace subjektů kolektivního investování v České republice a v Evropě, diplomová práce, Institut ekonomických studií, FSV UK, Praha
- Economist** (2006): Black Tuesdays aftermath, Vol. 378, Issue 8461, str. 73
- EFAMA** (2004): Investment funds explained,  
[http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv\\_Funds\\_Explained](http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained)
- Fajtová, J.** (2000): Vývoj kolektivního investování v ČR směrem k evropským standardům, diplomová práce, Institut ekonomických studií, FSV UK, Praha
- FOND SHOP** (2001): Nemovitosti jako investice, www.fondshop.cz, 16.11.2001
- Freixas, X., Rochet, J. R.,** (2002): Microeconomics of banking, Massachusetts Institute of Technology, fifth printing
- Fruhauf, L.** (2005): Minulost, současnost a budoucnost kolektivního investování v ČR, bakalářská práce, Institut ekonomických studií, FSV UK, Praha
- Golubev, N.** (2006): The problems in German open-end real-estate funds, Seminar paper, University of Berlin, <http://www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/hns/material/SP-Seminar%20paper%20-%20Golubev.pdf>
- Husták, Z.** (2007): Co je to MiFID a co přinese do českého právního řádu, Ministerstvo financí ČR, [http://finweb.ihned.cz/c6-10041330-20949330-POB000\\_d-co-je-to-mifid-a-co-prinese-do-ceskeho-pravniho-radu](http://finweb.ihned.cz/c6-10041330-20949330-POB000_d-co-je-to-mifid-a-co-prinese-do-ceskeho-pravniho-radu)
- Jennings, M.**(2006): Strategické a provozní dopady směrnice MiFID. Co MiFID skutečně znamená pro podnikání na finančních trzích? Bankovníctví, 20.10. 2006
- Jones Lang LaSalle** (2006): Trh s nemovitostmi v Praze, březen 2007,  
<http://www.cz.joneslanglasalle.com/en-gb/research/researchabstract?artid=3076>
- Jones Lang LaSalle** (2007b): Trh s nemovitostmi v Praze, září 2007,  
<http://www.cz.joneslanglasalle.com/en-gb/research/researchabstract?artid=3076>
- Jílek, J.** (1997): Finanční trhy, Grada publishing 1997



- KCP** (2003): Umění investovat, [http://www.afamcr.cz/download/163-kcp\\_unis\\_umeni\\_investovat.pdf](http://www.afamcr.cz/download/163-kcp_unis_umeni_investovat.pdf)
- KCP** (2004a): Odpovědi na některé dotazy k zákonu č. 189/2004 Sb., [www.sec.cz](http://www.sec.cz)
- KCP** (2004b): Příručka pro investora, Nový zákon o kolektivním investování a vstup do Evropské unie, [http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace\\_zpravy\\_a\\_vestnik/get\\_dms\\_file.do?FileId=2342](http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace_zpravy_a_vestnik/get_dms_file.do?FileId=2342)
- KCP**(2005): Komparativní analýza fungování nemovitostních fondů v zahraničí, zpracována jako podklad pro novelu ZKI, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)
- KnightFrank** (2007): Zpráva o trhu s nemovitostmi 2006/2007, <http://www.reicofunds.cz/files/file/infocentrum/Office%20Brochure%202006-2007.pdf>
- Komise Evropských společenství** (2006): Bílá kniha o zlepšení jednotného tržního rámce pro investiční fondy, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/cs/com/2006/com2006\\_0686cs01.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/cs/com/2006/com2006_0686cs01.pdf)
- Kuchta, D.** (2007): Akciové, nebo nemovitostní fondy? *Idnes.cz*, 13.2.2006, [http://fincentrum.idnes.cz/fi\\_osobni.asp?r=fi\\_osobni&c=A060212\\_232038\\_fi\\_osobni\\_dku](http://fincentrum.idnes.cz/fi_osobni.asp?r=fi_osobni&c=A060212_232038_fi_osobni_dku)
- Kuchta, D.** (2008): Nemovitostní fondy zklamaly, nemovitostní krize v USA jim podráží nohy, [http://fincentrum.idnes.cz/nemovitostni-fondy-zklamaly-krize-v-usa-jim-podrazi-nohy-pma-/inv.asp?c=A080609\\_132318\\_inv\\_plo](http://fincentrum.idnes.cz/nemovitostni-fondy-zklamaly-krize-v-usa-jim-podrazi-nohy-pma-/inv.asp?c=A080609_132318_inv_plo)
- Liška, V., Gazda, J.** (2004): Kapitálové trhy a kolektivní investování, Professional Publishing, Praha
- Lonie, G., Adamovský, M.**(2006): České nemovitostní fondy – budou konečně využity? PriceWaterhouseCoopers, [http://www.pwc.com/cz/cze/ins-sol/issues/2006/CeskeNemovitosti\\_GL.html](http://www.pwc.com/cz/cze/ins-sol/issues/2006/CeskeNemovitosti_GL.html)
- Lysoněk, P.** (2008): Proč se ceny nemovitostí stále zvyšují? <http://www.mesec.cz/clanky/proc-se-ceny-nemovitosti-neustale-zvysuji/>
- Maurer, R. R., Frank, S. S.** (2004): Characteristics of German Real Estate Return Distributions: Evidence from Germany and Comparison to the U.S. and U.K. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol. 10, No 1., Str 59 – 76
- Mašek, F.** (2008): Splní realitní fondy očekávání, <http://www.finmag.cz/clanek/5381/>
- Mejstřík et al.** (1994): Privatization and opening the capital market in the Czech and Slovak Republic, Charles university, CERGE, Working Paper Series no. 54,
- Ministerstvo financí ČR** (2006): Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_duvodova\\_zprava.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_duvodova_zprava.pdf_2005.pdf)

- Ministerstvo financí ČR** (2006): Zázpis z jednání Koordinačního výboru s Komorou daňových poradců ČR, <http://cds.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/SID-53EDF4E6-8A8D555D/cds/13092000.pdf>
- Morris, S., Shin, H.** (2002) Social Value of Public Information, *American Economic Review* 52, 1521- 1534
- Muller, R.** (2007): Nabídka nemovitostních fondů je prozatím skromná, *Měšec.cz*, 25.9.2007, <http://www.mesec.cz/clanky/nabidka-nemovitostnich-fondu-je-prozatim-skromna/>
- NAREIT** (2007): The investors guide to real estate investment trusts, <http://www.investinreits.com/learn/investguide.pdf>
- Neveselý, D.** (2006): Novela zákona o kolektivním investování, AK Novák & Sáblová, Stavební fórum, 9.10.2006, <http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=7929>
- Oehm, E.** (2005): Investice I.: Kolektivní investování na trhu nemovitostí, KPMG Česká republika, Stavební fórum, 13.3.2005, <http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=5754>
- Ort, P.** (2005): Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech, Bankovní institut vysoká škola, a.s., Praha
- Oxera Consulting Ltd.** (2006): Current Trends in Asset Management, Prepared for European Commission DG Internal Market and Services, <http://www.oxera.com/main.aspx?id=5490>
- Pešek, T., David J.** (2007): Investiční fondy kvalifikovaných investorů, advokátní kancelář Brzobohatý Brož & Honsa, Praha, [http://www.bbh.cz/pdf/bulletin\\_investicni\\_fondy\\_leden\\_2007.pdf](http://www.bbh.cz/pdf/bulletin_investicni_fondy_leden_2007.pdf)
- Posolda, L.** (2007): Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR, diplomová práce, Institut ekonomických studií, FSV UK, Praha
- Sebastian, S., Tyrell, M.** (2006): Open-end Real Estate Funds: Danger or Diamond?, Working paper no.168, Goethe University Frankfurt, <http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/schwerpunkte/finance/wp/1281.pdf>
- Schumacher, D., T., Bucy, E., P.** (1992): The Buy and Hold Real Estate Strategy, How to Secure Profits in Any Real Estate Market, John Wiley and Sons, Inc.
- Skřivánek, T., Bořínková, H.** (2006): Evropa bude závidět, *Euro*, 23.1.2006
- Stinglwagner, C., O.** (2006): The REITs Revolution in Europe, German REITs, Barcelona meeting point, 8 November 2006, <http://www.stiwa.de/media/RICS.pdf>
- Stuchlík, R.** (2007): ČS nemovitostní: zatím jen „drahý peněžák“, co čeká na změnu zákona, *Peníze.cz*, 19.4.2007, <http://www.penize.cz/zpravy/5080/cs-nemovitostni-zatim-jen-quot;drahy-penezak-quot;-co-ceka-na-zmenu-zakona/>

**Suarez, J.,L., Vassallo, A.**(2005): Indirect investment in Real Estate: Listed companies and Funds, Working paper no. 602, University of Navarra, <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0602-E.pdf>

**Šulcová, D., Paštiková, V.** (2007): Daňové aspekty investování prostřednictvím fondů kolektivního investování, Stavební Fórum, 19.02.2007, <http://www.stavebni-forum.cz/tisk.php?id=8394&t=1173710469>

**The Luxembourg Bankers Association, Association of the Luxembourg Fund Industry** (2006): Bringing an Asset Management Company to Luxembourg, [www.luxembourgforfinance.lu](http://www.luxembourgforfinance.lu)

**TPA Horwath Notia Audit** (2007a): Accounting and Tax Liabilities of Real Estate Funds, poskytnuto emailem

**TPA Horwath Notia Audit** (2007b): Business Case Investment Fund, poskytnuto emailem

**Urbánek, D.** (2007): Nemovitostní fondy konečně startují, Finexpert.cz, 25.9.2007, <http://www.finexpert.cz/Investice/Nemovitostni-fondy-konecne-startuji/sc-31-sr-1-a-19991/default.aspx>

**Wildson, T., Malcom, K.** (2006): Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market, prepared by CRA International for European Commission DG Internal Market and Services

## **8.2. Konference:**

**AFAM ČR, AKAT ČR**(2006): Nové možnosti fondů v České republice, zvuková mp3 nahrávka konference, 21. 11. 2006, hotel Radisson SAS Alcron Praha

Prezentace: **JUDr. Klára Cetlová** – odbor legislativy MF

**Ing. Pavel Hollmann**, MBA – ČNB

**Ing. Petr Koblic** – BCPP, a.s.

**Mgr. Libor Michálek** – ČNB

**Ing. Radek Urban** – Česká Spořitelna, a.s.

**Zenon Folwarczny** - PricewaterhouseCoopers, Česká republika, s.r.o.

**Ing. Mgr. Radek Halíček** - KPMG Česká republika, s.r.o.

**Ing. Ondřej Janeček** - Ernst & Young

**Ing. Dita Šulcová** - TACOMA Tax Consulting s.r.o.

**Martin Švalbach** - Deloitte Czech Republic

**Lukáš Schirl** - Jones Lang LaSalle

**RNDr. Jan Pravda** - Pravda Capital, s.r.o.

**Ing. Jiří Beneš** - Czech Venture Capital Association

**Ing. Kamila Horáčková** - Winterthur Asset Management

**Ing. Pavel Tichý** - ČSOB AM, a.s.

**Ing. Vít Vařeka**, MBA - Amista IS, a.s.

**Ing. Jan Vedral** - Conseq Investment Management, a.s.

**Ing. Jana Bošková** - Komerční banka, a.s.

**Ing. Stanislav Šnajdr** - Česká spořitelna, a.s.  
**Ing. Radovan Tlamsa** - ČSOB, a.s.  
**Mgr. Michal Franěk** - MF ČR  
**Mgr. Jan Hart, LL.M.** - Dvořák & spol., advokátní kancelář  
**Mgr. David Neveselý** - AK Novák & Sablová  
**Mgr. Alena Šebestová** - ČNB  
**JUDr. Ing. Václav Školout** - AK VKŠ & spol.

### **8.3. Zákony, směrnice a vyhlášky**

*Zákon 21/1992 Sb. o bankách v úplném znění*

*Zákon 151/1997 Sb. o oceňování majetku – v úplném znění*

*Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování – v úplném znění*

*Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování – v úplném novelizovaném znění. Zdroj:*

*www.aspi.cz*

*Zákon 224/2006 Sb., který novelizoval zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování*

*Úřední sdělení České národní banky ze dne 12. ledna 2007. Věstník ČNB, částka 3/2007 ze dne 19. ledna 2007, Praha, 2007*

*Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování*

*Pozměňovací návrhy k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění zákona č. ...../2006 Sb., o Komisi pro finanční trh a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů, sněmovní tisk 1158*

### **8.4. Rozhovory**

**Hanzlík, Martin.** AFAM ČR. Praha 16. listopadu 2007

**Soška, Jan.** TPA HORWATH Notia Audit. Praha 29. listopadu 2007

## 9. Přílohy

### Nemovitostní fondy, výklad teoretického modelu

#### Základní rámec modelu

Předpoklady:

- tři časová období  $t = 0, 1, 2$
- ekonomika pouze s jedním statkem (možnost spotřeby nebo investice do likvidních aktiv)
- $L$ .....likvidní aktiva
- $X$ .....nelikvidní aktiva (např. nemovitosti, není možné prodat v krátkém období)
- $z$  .....% výnos / ztráta z nemovitosti (např. výnosy z nájmu) p.a./100;  
 $z = \langle -1; \infty \rangle$
- $R$ .....výnosový faktor,  $R = (1 + z)$ , stochastická produkční technologie, transformace investované jednotky v  $t_0$  na  $R$  jednotek v čase  $t_2$ ,  $E[R] > 1$
- funkce hustoty  $f(R)$  je definována v rozmezí  $[0, R_1]$
- existence velkého množství identických investorů
- celkové vybavení statky = 1
- $\lambda$  .....podíl netrpělivých investorů
- $(1 - \lambda)$ .....podíl netrpělivých investorů
- $c_t$  ..... spotřeba v  $t = 1, 2$
- $u(\cdot)$ ..... neoklasická konkávní užitkovou funkci
- $d$ .....minimální fixní částka k výplatě, závazek fondu
- $\omega(R)$ ..... podíl trpělivých investorů, kteří budou odprodávat své podíly dříve
- $c_{2, e}(R)$ .....spotřeba trpělivých investorů odprodávajících již v období 1
- $c_{2, l}(R)$ .....spotřeba trpělivých investorů vybírajících až v posledním období

Část investorů  $\lambda$  bude vystavena šoku likvidity a bude chtít konzumovat v  $t_1$ , část  $1 - \lambda$  bude konzumovat až v  $t_2$ . Těsně před  $t_1$  dostane každý investor privátní informaci o tom, do které skupiny investorů náleží.

Užitková funkce je definována následovně:

$$U(c_1, c_2) = \begin{cases} u(c_1) & \text{s pravděpodobností } \lambda \\ u(c_2) & \text{s pravděpodobností } (1 - \lambda) \end{cases} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \max \quad & E[\lambda u(c_1(R)) + (1 - \lambda)u(c_2(R))] \\ \text{(i)} \quad & L + X \leq 1; \\ \text{(ii)} \quad & \lambda c_1(R) \leq L; \\ \text{(iii)} \quad & (1 - \lambda)c_2(R) \leq L - \lambda c_1(R) + RX; \\ \text{(iv)} \quad & c_1(R) \leq c_2(R). \end{aligned} \quad (2)$$

Podmínka (iv) může být zcela vynechána, protože pokud se problém řeší pouze s ohledem na první tři omezení,

$$\begin{aligned} \max \quad & E[\lambda u(c_1(R)) + (1 - \lambda)u(c_2(R))] \\ \text{(i)} \quad & L + X \leq 1; \\ \text{(ii)} \quad & \lambda c_1(R) \leq L; \\ \text{(iii)} \quad & (1 - \lambda)c_2(R) \leq L - \lambda c_1(R) + RX; \end{aligned} \quad (3)$$

nutná podmínka pro optimum je, že spotřeba obou typů zákazníků je stejná dokud není dosaženo přípustné podmínky  $c_1(R) \leq L$ :

$$\begin{aligned} \max \quad & \lambda u(c_1(R)) + (1 - \lambda)u(c_2(R)) \\ \text{(i)} \quad & \lambda c_1(R) \leq L; \\ \text{(ii)} \quad & (1 - \lambda)c_2(R) \leq L - \lambda c_1(R) + RX; \end{aligned} \quad (4)$$

V takovémto případě z podmínek prvního řádu, které implikují  $u'(c_1(R)) \geq u'(c_2(R))$ , vyplývá následující:

$$\lambda c_1(R) = L \text{ a } (1 - \lambda)c_2(R) = RX. \text{ Z obojího vyplývá } c_1(R) \leq c_2(R).^{190} \quad (5)$$

<sup>190</sup> Podrobný důkaz viz. Allen, Galle (1998) Appendix

Dodatečné předpoklady:

- $E[R] > 1$
- $u'(0) > E[u'(R)R]$

V čase 0 budou zvoleny  $L$  a  $X$ , v čase 1 je pozorován výnos z  $X$ ,  $R$ . Pokud signál udává  $R = 0$ , dlouhodobé aktivum neponese v čase 2 žádný výnos a oba typy investorů budou vyplaceni částkou  $L$ , což je celkové množství dostupných likvidních finančních prostředků. Netrpěliví investoři zkonsumují podíl  $\lambda L$  zatímco ti trpěliví dostanou v čase 2  $(1 - \lambda)L$ . Pokud se  $R$  pohybuje v rozmezí 0 až  $\bar{R}$ , obě skupiny mohou spotřebovat  $RX + L$  proporcionálně k jejich podílu. Pokud signál indikuje  $R$  vyšší než  $\bar{R}$ , netrpěliví investoři zkonsumují v čase 1 maximum dostupných likvidních prostředků  $L$ , takže každý dostane  $L/\lambda$ , zatímco ti trpěliví dostanou v čase 2  $\frac{RX}{(1 - \lambda)}$ . Kontrakt je tedy charakterizován následovně:

$$\begin{aligned} c_1(R) &= c_2(R) = RX + L \text{ pokud } R \leq \bar{R}, \\ c(R) &= \frac{L}{X}, \quad c_2(R) = \frac{RX}{(1 - \lambda)} \text{ pokud } R > \bar{R}, \end{aligned} \quad (6)$$

$$L + X = 1.$$

Odvození optimálních hodnot  $L$  a  $X$  v čase 0, které následně determinují  $\bar{R}$ ,  $c_1(R)$ ,  $c_2(R)$ : Nutná podmínkou pro dosažení optima je rovnost očekávaných mezních užiteků spotřeby:

$$E[u'(c_1(R))] = E[u'(c_2(R)R)] \quad (7)$$

Problém může být napsán jako:

$$\max \int_0^{\bar{R}} u(RX + L)f(R)dR + \int_{\bar{R}}^{\infty} \left( \lambda u\left(\frac{L}{\lambda}\right) + (1 - \lambda)u\left(\frac{RX}{1 - \lambda}\right) \right) f(R)dR, \quad (8)$$

následně jsou odvozeny podmínky prvního řádu pro interní řešení:

$$\int u'(c_1(R))f(R)dR = \mu \quad (9)$$

$$\int u'(c_2(R))f(R)dR = \mu,$$

s  $\mu$  jako Lagrange multiplifikátorem pro rozpočtové omezení..

Uvažujeme dodatečnou situaci, kdy finanční zprostředkovatel, v tomto případě nemovitostní fond, přislíbí vyplatit v každém období fixní částku  $d_1$  (resp.  $d_2$ ). Problém optimálního kontraktu za daných omezení je nově formulován:

$$\max E\left[\lambda u(c_1(R)) \pm \left(\frac{1-\lambda}{L}\right) u(c_2(R))\right]$$

(i)  $L + X \leq 1;$

(ii)  $\lambda c_1(R) \leq L;$  (10)

(iii)  $(1 - \lambda)c_2(R) \leq L - \lambda c_1(R) + RX;$

(iv)  $c_1(R) \leq c_2(R)$

(v)  $c_1(R) \leq d$  a  $c_1(R) = c_2(R)$  pokud  $c_1(R) < d$ .

Problémy (2) a (8) mají stejná řešení. Náznak důkazu je proveden porovnáním optimálních spotřebních funkcí. Z (4) je odvozeno:

$$c_1(R) = \min\{RX + L, L/\lambda\}$$

$$c_2(R) = \max\{RX + L, RX/(1 - \lambda)\}$$

Z (8) je aplikací Kuhn-Tuckerových podmínek odvozeno: (11)

$$c_1(R) = \min\{RX + L, d\}$$

$$c_2(R) = \max\{RX + L, RX + L - \lambda d/(1 - \lambda)\}$$

Pokud  $d = L/\lambda$ , obojí se shoduje<sup>191</sup>.

Očekávaný užitek řešení obou problémů je stejný, proto otevřený nemovitostní fond může stimulovat efektivnost využíváním způsobu, kdy je zaručena výplata fixní částky.

<sup>191</sup> Podrobný důkaz viz. Allen, Galle (1998): Optimal Financial Crises, The Journal of Finance, Vol. 53, No. 4, str. 1257



Podíl  $\omega(R)$  se následně přizpůsobí tak, dokud nebude vyrovnána spotřeba  $c_1(R)$ ,  $c_{2,e}(R)$  a  $c_{2,l}(R)$ . Protože jsou trpěliví i netrpěliví zákazníci fondu v případě runu vyplácejí stejně, ekvilibrium je následující:

$$c_1(R) = c_{2,e}(R) = \frac{L}{\lambda + (1 - \lambda)\omega(R)} = c_{2,l}(R) = \frac{RX}{(1 - \lambda)(1 - \omega(R))}. \quad (12)$$

### Modifikace základního modelu I. – Náklady na likvidaci aktiv

#### Předpoklady

- předběžná likvidace aktiv generuje dodatečné náklady
- $r$ .....výnos z  $L$  drženého mezi obdobími  $t_1$  a  $t_2$ ,  $r > 1$
- $r - 1 > 0$ ..... náklady předběžného zbavení se likvidních aktiv<sup>192</sup>
- $E[R] > r$ ..... vyšší produktivita rizikových aktiv než bezpečných

$$\max E[\lambda u(c_1(R)) + (1 - \lambda)u(c_2(R))]$$

$$(i) \quad L + X \leq 1;$$

$$(ii) \quad \lambda c_1(R) \leq L; \quad (13)$$

$$(iii) \quad (1 - \lambda)c_2(R) \leq r(L - \lambda c_1(R)) + RX;$$

$$(iv) \quad c_1(R) \leq c_2(R).$$

Omezení (iv) může být při řešení vynecháno, Kuhn-Tuckerovy podmínky prvního řádu implikují:

$$u'(c_1(R)) \geq ru'(c_2(R)). \quad (14)$$

Tyto podmínky musí platit jako nerovnost pokud  $\lambda c_1(R) \leq L$ . Existuje tedy hodnota  $\bar{R}$  taková, že  $\lambda c_1(R) < L$ , pokud  $R < \bar{R}$ . Pro danou alokaci portfolia  $(L, X)$  tedy platí:

$$u'(c_1(R)) = ru'(c_2(R)) \text{ pokud } R < \bar{R} \quad (15)$$

<sup>192</sup> Tento předpoklad lze interpretovat například jako diskont za předčasné odprodeje podílů nemovitostních fondů.

$$c_1(R) = L/\lambda, \quad c_2(R) = RX/(1-\lambda) \text{ pokud } R \geq \bar{R},$$

Kde hodnota  $\bar{R}$  byla zvolena tak, aby platila rovnost  $u'(L/\lambda) = ru'(RX/(1-\lambda))$ . Za dané alokace spotřeby a rozpočtového omezení musí optimální portfolio splňovat následující podmínky prvního řádu:

$$E[u'(c_1(R))] = E[u'(c_2(R))R]. \quad (16)$$

Možnost implementace optimální alokace rizika, kdy se v rovnováze připouští případná existence runů na fondy:

Předpoklad

- $\alpha(R)$ .....podíl trpělivých investorů, kteří se rozhodnou odprodat své podíly dříve

$$\max E[\lambda u(c_1(R)) + (1-\lambda)u(c_2(R))]$$

- (i)  $L + X \leq 1$ ;
- (ii)  $\lambda c_1(R) + \alpha(R)(1-\lambda)c_2(R) \leq L$ ;
- (iii)  $(1-\alpha(R))(1-\lambda)c_2(R) \leq r(L - \lambda c_1(R) - \alpha(R)(1-\lambda)c_2(R)) + RX$ ; (17)
- (iv)  $c_1(R) \leq d$ ;
- (v)  $\lambda c_1(R) + \alpha(R)(1-\lambda)c_2(R) = L$  pokud  $c_1(R) \leq d$
- (vi)  $c_1(R) \leq c_2(R)$ ;
- (vii)  $c_1(R) = c_2(R)$  pokud  $\alpha(R) > 0$ .

(iv) .....aktuální platba fondem nesmí překročit hodnotu d, implicitně slíbenou částku fondem kterémukoliv investorovi vybírajícímu v období 1.

(v).....platba bude nižší než d, pokud celková poptávka investorů po likvidních prostředcích převyšuje celkovou likvidní zásobu fondu

(vii) ....zaručuje stejnou výplacní částku investorům v případě runu na fond.

Protože run na fond vzniká pouze za situace, že  $R$  se sníží pod určitou kritickou hodnotu  $R^*$  a  $c_1(R) < d$ , můžeme  $R^*$  definovat jako:

$$(1 - \lambda)d = r(L - \lambda d) + R^* X. \quad (18)$$

V případě, že fond není vystaven žádnému runu, netrpělivi investoři budou vyplaceni slíbenou částkou, aby byla splněna podmínka kompatibility.

Pokud je výnos  $R < R^*$ , následuje částečný run na fond. Výnos je navíc příliš nízký, aby bylo možné netrpělivým investorům vyplatit částku  $d$  a těm trpělivým neméně. Pokud  $R > R^*$ , je vždy možné runu zabránit, což je optimální a efektivní, protože fond využije relativně vysoký výnos z rizikového aktiva, nemovitosti. Optimalizační problém tedy je:

$$\max \int_0^{R^*} u(RX + L)f(R)dR + \int_{R^*}^{\infty} \left[ \lambda u\left(d + (1 - \lambda)u\left(\frac{r(L - \lambda d) + RX}{1 - \lambda}\right)\right) \right] f(R)dR$$

(i)  $L + X \leq 1$  (19)

(ii)  $R^* = \frac{[(1 - \lambda + r\lambda)d - rL]}{X}$

Problém má dvě možná řešení. První je  $\lambda d = L$ , tzn. stejné řešení jako v části 3.2.1. Druhé řešení je  $\lambda d < L$ , částka  $L - d$  bude podržena do období 2, takže ztráta při případné předčasné likvidaci aktiv v případě runu bude  $(r - 1)(L - \lambda d)$ . Z druhého dílčího výsledku také vyplývá, že  $d > R^* X + L$ <sup>193</sup>, proto v bodě  $R^*$  dochází k diskontinuitě. Optimální řešení, záleží na rozdíle výnosů obou typů aktiv  $E[R] - r$  a nákladech předčasné likvidace aktiv,  $r - 1$ . Oba výše zmíněné možné výsledky jsou neefektivní ve srovnání s kontraktem sdílení rizika s náklady na likvidaci krátkodobých aktiv, který neuvažuje možnost runu na fond.

Podmínky prvního řádu optimální alokace spotřeby  $u'(c_1(R)) = ru'(c_2(R))$  nejsou splněny pro  $R < R^*$  ani v jednom případě. Neefektivnost vzniká díky faktu, že likvidace méně rizikových aktiv a jejich držení klienty do období  $t_2$  je méně produktivní, než ponechání krátkodobých aktiv uvnitř nemovitostního fondu.

---

<sup>193</sup> Vypočteno vyřešením podmínky rovnováhy  $R^* = \frac{[(1 - \lambda + r\lambda)d - rL]}{X}$  pro  $d$  za podmínky  $\lambda d < L$ .