

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,

120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

- Ivan KOČÁRNÍK: Transformace čs. ekonomiky v r. 1991 149
 Petr DVOŘÁK: Investiční fondy 156
 Aleš BULÍŘ: Centrální banka a veřejnost . 162
 Jiří BRABEC: Československý zahraniční obchod v prvním roce ekonomické reformy . 176
 Pavol PARÍZEK: Exportná garančná a poisťovacia spoločnosť — nový prvok našej finančnej infraštruktúry 186

Recenze

- Mojmír HELÍSEK: Perspektivy zahraničních zdrojů pro východní Evropu (R. A. Debs—H. Shapiro—C. Taylor) 191

Informace

- Přehled opatření hospodářské politiky a ekonomické reformy v roce 1991 197

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 20. část) ss. 625—636

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

CONTENTS

- Ivan KOČÁRNÍK: The Transformation of the Cs. Economy in 1991 149
 Petr DVOŘÁK: Mutual Funds 156
 Aleš BULÍŘ: The Central Bank and the Public 162
 Jiří BRABEC: The Czechoslovak Foreign Trade in the First Year of Economic Reform . 176
 Pavol PARÍZEK: Export-Guarantee and Insurance Corporation — a New Element in Our Financial Infrastructure 186

Book-Review

- Mojmír HELÍSEK: The Future of Eastern Europe Financing (R. A. Debs—H. Shapiro—C. Taylor) 191

Information

- The Survey of Cs. Economic Policy and Reform Measures in 1991 197

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XX) pp. 625—636

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klupal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulhánek, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Tríska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

Investiční fondy

Petr DVOŘÁK*

V procesu kupónové privatizace budou mít poměrně velký význam *investiční privatizační fondy*. Jde o typ ve světě hojně využívaných investičních fondů, ovšem s určitými specifickými rysy. Tato specifika se týkají především jejich vzniku (akcie do svého portfolia budou nakupovat za shromážděné investiční body) a činnosti v počáteční době (způsob a rozsah obchodů jak s akciemi v aktivech fondu, tak s investičními certifikáty fondu samotného). Postupem času však tyto fondy budou fungovat na shodných principech jako jinde ve světě. Osvětlit základní principy fungování investičních fondů je cílem tohoto článku.

*Investiční fond*¹ můžeme charakterizovat jako finanční instituci, která shromažďuje kapitál prostřednictvím emise vlastních investičních certifikátů² a investuje ho do movitých či nemovitých hodnot.

Investiční fondy nesmíme zaměňovat s investičními společnostmi. *Investiční společnosti* jsou finanční instituce (dnes ve světě zakládané nejčastěji jako dceřiné společnosti bank), jejichž posláním je zakládat investiční fondy (jedna investiční společnost může založit i více investičních fondů) a zabezpečovat jejich správu.

Investiční fondy tvoří zvláštní majetek, který je oddělen jak od majetku investiční společnosti, tak i — při existenci více fondů založených jednou investiční společností — mezi fondy navzájem.

Pro každý investiční fond musí být stanovena *depotní banka*, která zabezpečuje zejména technické činnosti spojené s úschovou majetku investičního fondu, prováděním obchodů a platebního styku, prodejem a eventuálním zpětným odkupem investičních podílů, určité kontrolní činnosti atd.

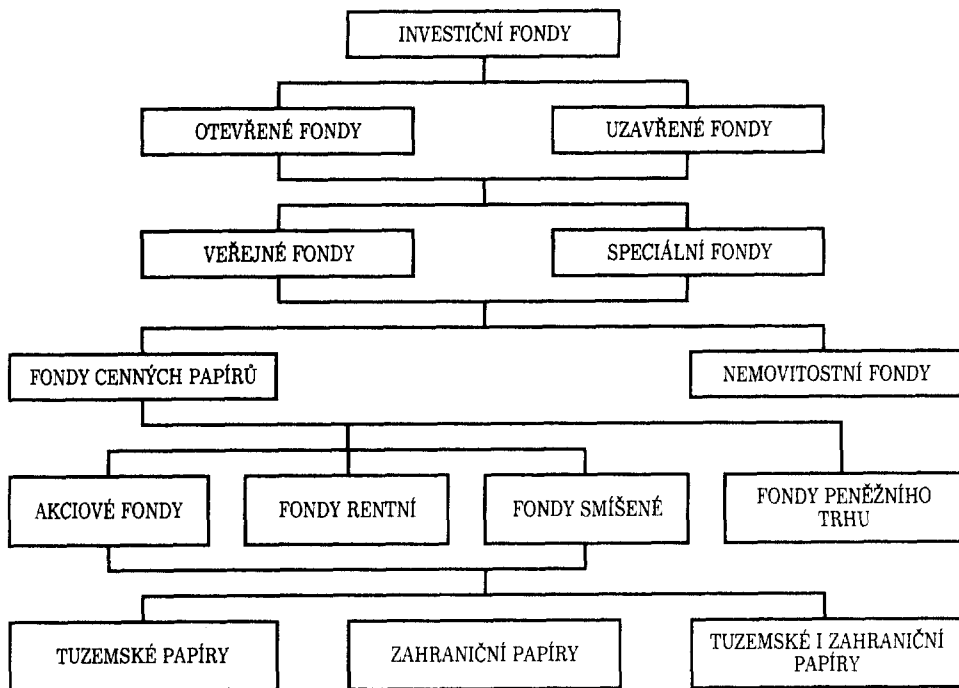
Investiční fondy můžeme členit podle různých hledisek. Nejčastější a nejvýznamnější přístupy k členění a z toho vyplývající druhy fondů jsou patrné z následujícího schématu.

* Ing. Petr Dvořák, pracovník katedry bankovníctví a pojišťovníctví VŠE Praha

Příspěvek byl redakci předán 11. 2. 1992.

¹ V USA se používá označení *vzájemné fondy* (mutual funds).

² V textu budeme používat pro papíry emitované kterýmikoliv investičními fondy jednotné označení investiční certifikát; používá se i označení investiční podíl nebo akcie, zpravidla se však v tomto případě má na mysli již konkrétnější typ investičního fondu.



Otevřené a uzavřené fondy

Otevřené fondy (fondy s otevřeným ukončením, open-end-funds) jsou investiční fondy, kde je počet fondem emitovaných investičních certifikátů v oběhu proměnlivý. Každému majiteli certifikátu je zaručeno, že jej může kdykoliv zpět fondu odprodat. Dojde-li potom k tomu, že množství fondem zpět odkoupených investičních certifikátů je větší než množství certifikátů znovu vydaných do oběhu, snižuje se počet certifikátů v oběhu a opačně. Investiční certifikáty otevřených fondů nebývají proto ani obchodovány na burze.

Cena (kurs) investičních certifikátů vyplývá ze sumy aktuálních tržních cen veškerých aktiv fondu (tzn. cenných papírů, nemovitostí, hotových peněz aj.). Pokud tuto sumu, nazývanou *inventární hodnota*, vydělíme počtem certifikátů v oběhu, dostaneme cenu jednoho certifikátu. Tato cena je cenou *odkupní*, tzn. cenou, za kterou fond investiční certifikáty odkupuje zpět.

Na druhé straně *prodejní* (emisní) cena je cenou, za kterou fond certifikáty prodává do oběhu. Je zpravidla vyšší oproti odkupní ceně o přírážku, ze které se kryjí náklady spojené s vyhotovením a prodejem investičních certifikátů.

U fondů cenných papírů jsou publikovány ceny certifikátů každý burzovní den, u nemovitostních fondů to bývá v delších intervalech (např. v SRN minimálně jednou za měsíc).

Inventární hodnota fondu je — jak již bylo řečeno — souhrnem veškerého majetku fondu. Ke změně její výše dochází jednak v důsledku změny tržní hodnoty aktiv a inkasa výnosů, jednak v důsledku vyplácení dividend⁹ majitelům investičních certifikátů daného fondu. Výnosy z aktiv fondu mohou mít řádný a mimořádný charakter. *Řádné výnosy* pocházejí z dividend a úroků u fondů cenných papírů, resp. nájemného, renty a úroků u nemovitostních fondů. Mezi *mimořádné*

né výnosy patří realizace kursových zisků, resp. příznivých cenových rozdílů při prodeji nemovitosti.

Výplata dividend majitelům investičních certifikátů probíhá v určených termínech; projeví se ve snížení inventární hodnoty fondu, a tedy i v poklesu tržní ceny investičních certifikátů.

Uzavřené fondy (fondy s uzavřeným ukončením, closed-end-funds) mají předem pevně daný počet emitovaných certifikátů, které se vydávají do oběhu najednou při zřízení fondu. Majitel investičního podílu jej nemůže (jako u otevřených fondů) fondu prodat zpět. Investiční podíly jsou však kótované a obchodovatelné na burze, resp. v rámci mimoburzovního sekundárního trhu.

Tržní cena investičních certifikátů je rovněž do značné míry determinována inventární hodnotou, avšak na rozdíl od otevřených fondů může docházet k diskrepanci mezi tržní cenou investičního certifikátu a inventární hodnotou připadající na jeden podíl. To vyplývá z toho, že tržní cena je v konečné fázi dána poptávkou a nabídkou po certifikátech daného fondu, na kterou mohou působit takové faktory, jako je likvidita investičních certifikátů, kvalita managementu fondu, očekávání tržních subjektů aj.

V praxi naprosto převládají otevřené fondy, zejména v důsledku vyšší likvidity investičních certifikátů. V některých zemích (např. SRN, Rakousko) zákony v současné době ani zakládání uzavřených investičních fondů nepovolují.

Další hlediska členění fondů

Podle *okruhu možných majitelů* investičních certifikátů fondu se rozeznávají investiční fondy veřejné a speciální. Investiční certifikáty *veřejných* fondů může nabývat kdokoli, naproti tomu okruh majitelů certifikátů *speciálních fondů* je určitým způsobem omezen, např. pouze na institucionální investory, zaměstnance určité firmy apod.

Dalším hlediskem pro členění investičních fondů je *druh aktiv*, do kterých fondy investují. Podle tohoto hlediska rozeznáváme fondy cenných papírů a nemovitosti.

Fondy cenných papírů jsou investiční fondy, které — jak vyplývá z názvu — investují do cenných papírů. Podle druhu cenných papírů v portfoliu se může jednat o akciové, rentní či smíšené fondy; zvláštní skupinu tvoří fondy peněžního trhu — viz dále. Portfolio *akciových* fondů je složeno z akcií diverzifikovaných např. podle odvětví, regionu, výše dividend aj. *Rentní* fondy shromažďují ve svém portfoliu pevně zúčitelné dluhopisy různých emitentů, s různou dobou splatnosti i výší úroku. *Smíšené* fondy kombinují ve svém portfoliu akcie a pevně zúčitelné dluhopisy, event. i jiné druhy cenných papírů.

Nemovitostní fondy mají svá aktiva umístěna v nemovitostech. Příjmy fondu pocházejí potom z inkasovaného nájemného z jejich pronájmu. Přírůstek hodnoty fondu může být způsoben zvýšením cen staveb nebo půdy, které jsou v aktivech fondu, a rovněž splacením dříve přijatých úvěrů.

Z hlediska „*státní příslušnosti*“ aktiv ve fondu se může jednat o fondy buď s tuzemskými, nebo zahraničními aktivy, eventuálně o fondy smíšené. U fondů,

³ Označení výplat majitelům investičních certifikátů za dividendy není zcela přesné, protože v některých případech mají spíše charakter úroků. Pro srozumitelnost však budeme hovořit pouze o dividendách.

kteří mají ve svém portfoliu zahraniční aktiva, je třeba brát v úvahu i měnové (devizové) aspekty.

Vedle uvedených druhů investičních fondů se zejména v poslední době objevuje celá řada modifikací, které mají za cíl určitým způsobem zatraktivnit příslušný fond a přilákat tak nové investory. Může se jednat např. o fondy, které umožňují investování formou pravidelného spoření stejných částek či ve formě okamžitého automatického reinvestování vyplácených dividend, podobně mohou být různě konstruovány i výplaty výnosů, co se týče období a termínů, ve kterých výplaty probíhají, výše a způsobu jejich stanovení apod. Vedle klasických fondů, jejichž podíly nemají stanovenou splatnost, existují i fondy, jejichž doba existence je pevně stanovena a po jejím uplynutí se investovaný kapitál vyplácí nazpět podílníkům fondu. Objevily se i tzv. garantované fondy, které garantují určitý minimální výnos i při nepříznivém vývoji na trhu.

Fondy peněžního trhu

Fondy peněžního trhu (dále je FPT) jsou nejmladšími z rodiny investičních fondů. I když princip FPT je shodný jako u klasických investičních fondů, vyznačují se některými specifickými rysy, které je oddělují od klasických fondů, a proto je vhodné o nich pojednat samostatně.

FPT můžeme charakterizovat jako investiční fondy, které drží svá aktiva výhradně v cenných papírech (event. dalších dokumentech) peněžního trhu. Jedná se o velmi likvidní cenné papíry, se kterými se obchoduje na příslušném peněžním trhu (jde především o státní pokladniční poukázky, bankovní depozitní certifikáty, speciální bankovní akcepty, vybrané komerční papíry). Kapitál získávají FPT analogicky jako klasické investiční fondy prodejem vlastních certifikátů, podílů.

Prostřednictvím FPT de facto získávají i drobní investoři přístup na peněžní trh, který je jinak vyhrazen výhradně bankám, popř. jiným finančním institucím, státu a velkým firmám. Investice do FPT současně představuje jakousi alternativu k depozitům na viděnou v bance. Majitel certifikátů je totiž oprávněn vystavovat do výše svého vkladu do fondu šeky, přičemž je stanoven spodní limit (např. v USA 500 USD). Certifikát může jeho majitel i kdykoliv prodat.

FPT se poprvé objevily v roce 1972 ve Spojených státech, kde také doposud našly největší uplatnění (v současné době se pohybuje majetek FPT v USA kolem 500 mld. USD). V posledních letech nejsou vzácností ani na některých evropských finančních trzích (zejména ve Francii, dále i v Lucembursku, Nizozemí, Belgii, s jejich uplatněním se začíná či uvažuje i v dalších zemích).

Příčiny vzniku a velkého rozšíření FPT v USA spočívají zejména v tom, že nabídly investorům zúročení blízké úrokovým sazbám peněžního trhu, které alternativně u depozit — vlivem regulace úrokových sazeb — nemohlo být dosaženo. Podobně v Evropě nacházejí širší uplatnění v těch zemích — pokud to zákony umožňují —, kde jsou k tomu vytvořeny příhodné podmínky, např. co se týče regulačních opatření na finančním trhu, daňových systémů apod.

Vedle čistých (pravých) FPT, které mají uložena aktiva v cenných papírech peněžního trhu, existují i tzv. *syntetické fondy peněžního trhu* (neboli peněžnímu trhu blízké fondy). Jejich aktiva jsou tvořena variabilně zúročitelnými dluhopisy (floaters) nebo kombinací pevně zúročitelných dluhopisů a určitých zajišťovacích finančních instrumentů (termínovaných obchodů, swapů), které zabezpečují úrokový výnos blízký úrokovým sazbám na peněžním trhu.

Na kvalitativně rozdílném principu jsou založeny tzv. *kvazifondy peněžního trhu*. Portfolio jejich aktiv je orientováno na pevně zúročitelné dluhopisy s krátkodobou zbytkovou splatností.

V praxi často neexistují uvedené druhy fondů v čisté podobě, ale dochází k jejich vzájemnému prolínání.

Investiční fondy ve světě

Investiční fondy patří ve světě k velmi rozšířeným formám investování. Největšího rozmachu dosáhly ve Spojených státech (hodnota investičních fondů činí kolem 1 300 mld. USD), velký význam hrají však i v dalších částech světa. Hodnota evropských investičních fondů činí v přepočtu na USD více než 650 mld., v Japonsku je to přes 350 mld. USD.

Vývojové tendence ukazují, že význam investičních fondů ve světě vzrůstá. Roste jak počet investičních fondů, tak i výše jejich majetku. V Evropě se dokonce hovoří o tom, že nastává éra investičních fondů. Situace není ve všech zemích stejná (ani v rámci ES), což je důsledek rozdílných konkrétních podmínek v jednotlivých zemích, zejména co se týče zákonných regulačních opatření pro zřizování a činnost fondů, rozvinutosti finančního trhu, zdanění, ale i tradice a zvyklostí investorů.

Kde hledat příčiny stále se zvyšujícího zájmu investorů o investiční fondy? Za jednu z hlavních předností investičních fondů je považována diverzifikace (rozložení) rizika, která vyplývá z diverzifikovaného portfolia fondu. Volba „správného“ portfolia, které by při daném riziku přinášelo maximální užitek, není vůbec jednoduchou záležitostí a stále více vyžaduje skutečné profesionály. Proto zejména drobní investoři, kteří nemají možnosti ani schopnosti se ve stále složitější a neustále se měnící situaci na finančním trhu rychle a správně orientovat, volí cestu investování přes investiční fondy. Jejich výhodou je na druhé straně to, že při relativně malém riziku umožňují investorovi profitovat na celkovém vzestupu trhu.

Ve vyspělých zemích existuje dnes celá široká škála investičních fondů. Strategie jednotlivých fondů může být značně rozdílná a podle toho se odlišuje i struktura jejich portfolia. Na jedné straně existují fondy, které předem téměř vůbec nespecifikují své záměry, co se týče struktury portfolia, nebo se zaměřují na co nejvyšší diverzifikaci portfolia z nejrůznějších hledisek, na druhé straně existují četné fondy zaměřené např. na akcie určitých odvětví, popř. zemí nebo pouze vybraných firem, dále např. rentní fondy orientované na dluhopisy určitých emitentů nebo splatností. Strategie fondů se může lišit také v tom, zda se orientují spíše na cenné papíry s vyšším výnosem, nebo na papíry s vyšší dynamikou vzestupu jejich kursu.

Výhody, které investiční fondy pro investora skýtají, se týkají investičních fondů obecně. Je ovšem zřejmé, že analogicky jako v jiných oblastech podnikání nejsou všechny fondy stejně úspěšné. Za rozhodující faktory determinující kvalitu fondu lze považovat především kvalitu managementu fondu včetně personálního obsazení, bonitu zakládající či v pozadí stojící instituce (zpravidla se jedná o banky) a samozřejmě strukturu portfolia.

Vzájemná srovnání investičních fondů nejsou jednoduchou záležitostí. Je třeba zvažovat nejen výši vyplácených dividend z investičních certifikátů, ale i přírůstek majetku připadající na jeden investiční certifikát. Pro seriózní posouzení jednotlivých fondů je nutné provádět srovnání za co možná nejdelší časové období. Zejména u fondů s diametrálně odlišnou strukturou portfolia je to naprosto

nezbytné. Ke komplexnímu posouzení je dále zapotřebí zohledňovat i daňové otázky, event. poplatky a provize inkasované fondem apod.

K zajištění ochrany zejména drobných investorů bývají v zákonech stanovena pravidla, která omezují rizikovost fondů. Jde např. o omezení podílu cenných papírů určitého druhu nebo jednoho emitenta v portfoliu fondu, omezení podílu na celkové emisi určitého cenného papíru, který může fond nabýt apod. Investičním fondům bývá omezen i rozsah a účel jimi prováděných operací, např. přijímání úvěrů, termínované a opční obchody.

* * *

Lze předpokládat, že investiční fondy nejrůznějších typů se stanou i u nás oblíbeným způsobem finančních investic obyvatelstva i dalších ekonomických subjektů. K tomu je zapotřebí vytvořit celou řadu podmínek — s Evropou srovnatelným zákonodárstvím počínaje, přes technické a institucionální podmínky a mnohem širšími znalostmi všeho obyvatelstva konče. Vele důležitou roli v tomto směru sehraje i to, jaké budou zkušenosti obyvatelstva s investičními privatizačními fondy. K tomu, aby byly pozitivní, bude zapotřebí vynaložit ještě hodně úsilí.

LITERATURA

BINKOWSKI, P.—BEECK, H.: Finanzinnovationen. Bonn, Economica Verlag 1989.

BÜHLER, W.—FEUCHTMÜLLER, W.—VOGEL, M.: Finanzmarktinnovationen. Wien, Fachverlag an der Wirtschaftsuniversität Wien 1985.

GLOGOVSKI, E.—MUENCH, M.: Neue Finanzdienstleistungen. Wiesbaden, Gabler Verlag 1986.

HARTER, W.—HOGREFE, J.—SEGER, R.: Anteilspreis wesentlich vom Inventarwert bestimmt. Handelsblatt, 1. 11. 1991.

HARTER, W.—HOGREFE, J.—SEGER, R.: Investmentanteile — Keine Papiere für Spekulanten. Handelsblatt, 15. 11. 1991.

KLOTEN, N.—von STEIN, J. H.: Geld-, Bank- und Börsenwesen. Stuttgart, C. E. Poeschel Verlag 1988.

MENKHOF, L.—SCHLUMBERGER, M.: Künstliche Geldmarktfonds sind eine Herausforderung für die Geldpolitik. Handelsblatt, 17. 4. 1991.

WATERS, R.: Awaiting a mutual fund for Europe. Financial Times, 18. 11. 1991.

SUMMARY

Mutual Funds

The paper presents an overview of individual types of mutual funds and principles of their activities. Financial innovations among mutual funds are discussed, namely so called "money market funds". In conclusion, the importance of mutual funds in current world markets is stressed.