

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE
PROVOZNĚ EKONOMICKÁ FAKULTA

**Asymetrie informací v procesu investování do fondů kvalifikovaných
investorů**

disertační práce

Autor: Ing. Kamila Veselá

Školitel: Doc. Ing. Alexandr Soukup, CSc., Katedra ekonomických teorií

Praha 2015

Asymetrie informací v procesu investování do fondů kvalifikovaných investorů

Asymmetry of information in the process of investing in funds of qualified investors

Souhrn

Předkládaná práce se věnuje problematice asymetrie informací v oblasti investování do fondů kvalifikovaných investorů. Práce je zacílena výhradně na fondy kvalifikovaných investorů v podobě otevřených podílových fondů, které umožňují úpis podílových listů, tedy nabízejí investiční příležitosti. Charakter fondů kvalifikovaných investorů umožňuje v komparaci se standardními fondy realizaci odvážnějších investičních strategií, s čímž je však spojeno větší riziko spojené s asymetrií informací.

Práce je založena na předpokladu, že existuje asymetrie informací mezi investiční společností jako obhospodařovatelem fondů kvalifikovaných investorů a potenciálním investorem zvažujícím investici do těchto fondů. Kvalita informací je pro kvalifikované rozhodnutí zásadní, avšak nelze předpokládat, že potenciální investor disponuje stejným množstvím a stejně kvalitními informacemi, jako obhospodařovatel fondu, tedy investiční společnost.

Předpoklad existence AI (asymetrie informací), na němž je práce založena, vychází z rozdílnosti zájmů obou stran, neboť zájmem investora je maximalizovat výnos ze své investice (čistou současnou hodnotu investice), zájmem investiční společnosti je pak maximalizace svého zisku (standardní cíl tržního subjektu). Zisk IS (investiční společnost) je dán primárně výší poplatků za obhospodařování a je proto v zájmu IS poskytovat potenciálním investorům takové informace, které podnítlí a přesvědčí investory ke vstupu do fondu, čímž maximalizují kapitál fondu a následně zisk IS.

Cílem práce je proto prokázat vliv AI na rozhodovací proces investora, identifikovat rizikové faktory způsobené asymetrií informací a prokázat míru jejich vlivu na rozhodování

potenciálního investora. Asymetrií informací je přitom myšleno jak záměrné zkreslení informací vydávaných IS, tak záměrné nesdělení části informací, tedy neúplnost informací.

Zjištěné výsledky jsou pak základem pro tvorbu dvou výstupů práce, a to sestavení investičních doporučení určených potenciálním investorům a doporučení informační povinnosti cílené na investiční společnosti. Cílem obou výstupů je eliminace vlivu existence AI na rozhodovací proces potenciálního investora.

Summary

The submitted paper focuses on information asymmetry in the area of investments in qualified investors' funds. The paper focuses on qualified investors' funds in the form of open-end mutual funds that allow the subscription of allotment certificates, i.e. they offer investment opportunities. The nature of qualified investors' funds allows, compared to standard funds, the execution of more venturous investment strategies, which, however, includes much higher risk connected to the information asymmetry.

The paper is based on the assumption of information asymmetry between Investment Company and potential investors. The quality of the provided information is therefore critical; however, the investor cannot be expected to have the same knowledge of the fund as does the manager of the fund.

The assumption of information asymmetry is based on the differences of interests of Investment Company and potential investor. Investor's interest is to maximize his own profit (net present value), but the interest of Investment Company is to maximize his profit (fee for managing the fund). The manager, maximizing the profit (his fee for managing the fund), may try to contort information towards the investor to "lure" him into an investment and thus achieve his goal.

The objective of this dissertation paper is therefore the identification of risks connected to investing in QIF (qualified investors' funds) as result of the existence of IA (information asymmetry) on the side of the investor, qualitative analysis and proposal of measures leading to the elimination of IA. It's meant (in this paper) that information asymmetry is misrepresentation of information and also the incompleteness of information.

The results are the basis for two outputs of this paper: investments recommendation for potential investors and information duties recommendation focused for Investment Companies. The aim of these outputs is to eliminate the influence of IA in the process of decision – making of potential investors.

Klíčová slova: investice, fond kvalifikovaných investorů, výnosnost, riziko, informace, asymetrie informací, statut, dohled, regulace

Keywords: investment, fund of qualified investors, profitability, risk, information, asymmetry of information, status, supervision, regulation

Obsah

1. Úvod	8
2. Cíl a metodika	13
2.1 Specifikace cíle práce	13
2.2 Metodika práce	14
2.3 Data potřebná pro naplnění cíle práce	20
2.4 Výstupy práce	22
3. Teoretická východiska.....	23
3.1 Ekonomie informací	23
3.2 Riziko, nejistota, asymetrie informací	27
3.2.1 Riziko a nejistota	27
3.2.2 Asymetrie informací.....	31
3.2.3 Řešení asymetrie informací	35
3.3 Kapitálový trh, kolektivní investování	36
3.3.1 Kolektivní investování.....	37
3.3.2 Subjekty trhu	38
3.4 Fondy kvalifikovaných investorů	46
3.5 Investice, investiční rozhodování	51
3.5.1 Promítání, měření rizika	54
3.5.2 Kvantitativní metody měření investičních rizik	57
3.5.3 Kritéria hodnocení a výnosnosti FKI	62
4. Legislativní základna FKI jako potenciální zdroj vzniku AI	65
4.1 Vývoj legislativní základny FKI od kupónové privatizace po současnost	65
4.2 Legislativní úprava FKI v kontextu AI.....	69
5. Analýza AI v procesu rozhodování potenciálního investora o investici do FKI.....	73
5.1 Informace o investičních společnostech a FKI na portálu ČNB	74

5.1.1	Informace o investičních společnostech na portálu ČNB.....	74
5.1.2	Informace o FKI na portálu ČNB.....	77
5.1.3	Vyhodnocení existence AI ve způsobu prezentování základních, klíčových informací o IS a FKI na portálu ČNB.....	79
5.2	Dostupnost, rozsah a forma informací potřebných pro kvalifikované rozhodnutí potenciálního investora.....	81
5.2.1	Zdroje informací.....	81
5.2.2	Vyhodnocení existence AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů o FKI.....	85
5.3	Rizikový profil jako výsledek zvolené investiční strategie.....	85
5.3.1	Výsledky analýzy prezentovaných rizik ve statutu FKI.....	88
5.3.2	Výsledky analýzy existence AI vyplývající z komparace investiční strategie a rizikového profilu fondů.....	92
5.4	Nákladové položky FKI jako zdroj AI.....	100
5.4.1	Poplatek za obhospodařování.....	101
5.4.2	Poplatek depozitáři.....	102
5.4.3	Další poplatky hrazené fondem.....	103
5.4.4	Vyhodnocení AI v nákladových položkách FKI.....	106
5.5	Simulace dopadů AI na rozhodování potenciálního investora.....	109
5.5.1	Simulace č. 1.....	113
5.5.2	Simulace č. 2.....	122
5.5.3	Výsledky dopadů AI na výnosnost investora.....	128
6.	Vyhodnocení AI v procesu investování do FKI.....	133
6.1	Vyhodnocení výzkumných otázek.....	143
6.2	Doporučení pro informační povinnost investičních společností s ohledem na minimalizaci AI.....	150
6.3	Doporučení pro eliminaci existence AI v rozhodování potenciálního investora.....	156

7. Závěr.....	164
Seznam použité literatury	168
Seznam použitých zkratek	176
Seznam tabulek.....	178
Seznam schémat	180
Seznam grafů.....	181
Seznam příloh.....	182
Přílohy	184

1. Úvod

Ústředním tématem práce je kolektivní investování, fondy kvalifikovaných investorů, asymetrie informací a riziko investování.

Kolektivním investováním je chápáno podnikání, jež spočívá ve shromažďování peněžních prostředků od investorů (ať již od veřejnosti, nebo od kvalifikovaných investorů) do různých typů fondů s cílem dosáhnout předem očekávaného výnosu při eliminaci rizika. Investování prostřednictvím fondů kolektivního investování je nástrojem, díky kterému mají možnost vstoupit na kapitálový trh i osoby bez požadované úrovně vzdělání či zkušeností (míněno zejména v případě fondů určených veřejnosti). Kolektivní investování tak poskytuje řadu výhod:

1. Kolektivní investování umožňuje, aby investiční společnost zajistila diverzifikaci s nižšími náklady na jednotku investice, než by dosáhl individuální investor.
2. Profesionalizace managementu vede k dalším úsporám. Svěření majetku individuálních investorů do rukou profesionálního managementu umožňuje dosažení lepších výsledků, resp. vyšší výnosnosti vložených prostředků.
3. Regulace a dohled, kterému kolektivní investování podléhá, omezuje možnosti finančních institucí, resp. obhospodařovatelů fondů kolektivního investování, a tím napomáhá k ochraně investorů a jejich investovaných prostředků.
4. Fondy kolektivního investování mají větší možnost diverzifikace do různých CP, čímž umožňují snížit rizikovost investic do fondu.

K nesporným výhodám také patří, a to obzvláště v dnešní době, kdy roste zájem o fondy kolektivního investování, že fondy umožňují investice do poměrně široké škály různých investičních příležitostí a strategií. Pochopitelně kolektivní investování s sebou nese i možné nevýhody, a to zejména:

- povinnost uhradit vstupní poplatky spojené s investicí do fondu, event. výstupní při ukončení investice. Tyto bývají odlišné dle typu fondu (u akciových fondů nejvyšší, v případě fondů peněžního trhu naopak nejnižší), pohybují se nejčastěji v rozmezí mezi 0 – 6 % z aktuální hodnoty nakupovaného podílového listu (v případě podílových fondů – dále jen PF).
- poplatky spojené s obhospodařováním a administrativou fondu, které je fond povinen hradit ze svých prostředků a snižují zisk fondu, resp. zisk investorů z investovaných

prostředků. Dominantní složkou nákladů fondu jsou náklady na obhospodařování, hrazené investiční společností. V ČR nejčastěji 2 % z hodnoty obhospodařovaných aktiv a poplatků depozitáři.

- riziko asymetrie informací vznikající mezi potenciálním investorem a investiční společností obhospodařující fond kolektivního investování. Analýza této asymetrie informací je předmětem této práce.

Určitá míra ochrany investorů je garantována zákonem (aktuálně zákon 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, dříve zákon 189/2006 Sb. o kolektivním investování). Zejména je stanoveno, že investiční společnost (IS) nesmí při své propagaci uvádět investory v omyl poskytováním nepravdivých informací. Kontrolu a dohled nad fungováním investičních společností obhospodařující fondy vykonává Česká národní banka (ČNB), která je mj. oprávněna udělovat sankce za porušení povinností vyplývajících ze zákona a příslušných vyhlášek vztahující se na činnost investičních společností a fondů kolektivního investování. Určitá míra kontroly je také dána povinnou činností depozitáře, který dle zákona monitoruje veškeré peněžní transakce fondu kolektivního investování.

I přes to, že kapitálový trh ČR stále ještě nelze srovnávat s rozvinutými trhy, jako je např. Lucembursko, či Irsko, postupné legislativní změny významně podpořily zájem investorů o investice do fondů kolektivního investování. Ke dni 31. 12. 2014 již bylo evidováno na českém kapitálovém trhu 26 investičních společností.

Rostoucí zájem o fondy kolektivního investování je patrný také z počtu obhospodařovaných podílových a investičních fondů. Nejprve převažovaly podílové fondy, ovšem s rostoucím zájmem o fondy kvalifikovaných investorů došlo k nárůstu investičních fondů (zakládaných často za účelem daňové optimalizace). Jsou to tedy právě fondy kvalifikovaných investorů, které významným způsobem ovlivňují kapitálový trh ČR.

Tato práce je zaměřena výhradně na fondy kvalifikovaných investorů. Jsou potenciálem pro rozvoj kapitálového trhu v ČR. Fondy kvalifikovaných investorů (dále jen FKI) jsou určeny pouze pro „kvalifikované investory“, ovšem kvalifikovaným investorem dle ZOISIF (Zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech) může být (kromě konkrétně jmenovaných jako jsou banky, pojišťovny a jiné instituce) i osoba, jenž prohlásí, že je kvalifikovaným investorem a investuje částku odpovídající min. 125 000 EUR. V praxi tak prakticky může být kvalifikovaným investorem každý movitý klient, jenž má zájem investovat do FKI. Zákon sice udával investiční společnosti povinnost ověřit, zda je osoba kvalifikovaný investor, avšak IS je tržní subjekt s cílem maximalizovat zisk, tedy

nelze očekávat, že by IS odmítala potenciálního investora, který by měl zájem vložit finance do fondu.

Za rozmachem fondů kvalifikovaných investorů stojí zejména alternativní správa aktiv, neboli možnost využití platformy investičních společností, pro např. investice do nemovitostí. Společnosti vlastníci a obchodující s nemovitostmi tak mají možnost převedení majetku do uzavřeného investičního fondu kvalifikovaných investorů (tedy v právní formě akciové společnosti) a legálnímu snížení své daňové povinnosti (z korporátní 19% daně z příjmu na 5% daň na úrovni příjmu). Objem majetku v FKI činil v roce 2009 24,7 mld. CZK, v roce 2014 pak již 72,2 mld. CZ. Tomu odpovídá nárůst o 192 %.

Fondy kvalifikovaných investorů zakládáné pro účely daňové optimalizace, tj. nejčastěji fondy v podobě uzavřených investičních fondů nejsou předmětem této práce, neboť neumožňují další investice potenciálním kvalifikovaným investorům, práce je zaměřena na otevřené podílové fondy kvalifikovaných investorů, které umožňují investice potenciálním kvalifikovaným investorům.

Dominantním hráčem na trhu s FKI jsou zejména dvě investiční společnosti, a to Amista a Avant, které se především specializují na zakládání investičních fondů. Z celkového počtu fondů kvalifikovaných investorů k 31. 12. 2014, který činil 111 fondů, bylo 61 investičních fondů a 50 podílových fondů.

Od roku 2015 došlo k významné změně v oblasti zdanění fondů. Právě s ohledem na zakládání fondů pro účely daňové optimalizace došlo k navýšení daně z příjmu těchto fondů z 5 % na 19 %, tedy zdanění se sjednotilo s daní z příjmů běžných právnických osob. Opatření se tak dotkne cca 76 účelově založených fondů v podobě uzavřených investičních fondů, jejichž činnost splývá zejména např. s developerskou činností (výše zmiňovaná alternativní správa aktiv). Výsledky předchozích legislativních úprav výše popisované tak mohou přijít vniveč, resp. opatření se může projevit opětovným poklesem zájmu o fondy kvalifikovaných investorů. Prostor pro zachování zvýhodněné daňové sazby však zákon i nadále umožňuje a to pomocí otevřených podílových fondů, pro které zůstává platit 5% daň z příjmu¹. Zákon o dani z příjmu pro tyto účely zavádí nově pojem „základní investiční fond“, který (kromě otevřených podílových fondů) je také nadále zdaněn 5% sazbou daně z příjmu. Do této skupiny patří dále např. investiční fondy (dále jen IF) investující do cenných papírů (dále jen

¹ Zákon č. 267/2014 Sb., kterým se mění zákon o daních z příjmu, dostupný on-line na <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2014/ve-sbirce-zakonu-byly-vyhlasen-zakon-c-26-19838>

CP), které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu (nikoliv však nemovitostní IF).

Práce je založena na hypotéze, že existuje množství asymetrie informací mezi investiční společností, tedy obhospodařovatelem fondu kvalifikovaných investorů, a potenciálním investorem.

V práci je nejprve v rámci literární rešerše (kap. 3) provedena komparace přístupů nejvýznamnějších autorů z oblasti teorie informací, rizika, nejistoty, asymetrie informací, kolektivního investování, fondů kvalifikovaných investorů a investičního rozhodování. Část práce je věnována také rozboru legislativní základny upravující činnosti fondů kvalifikovaných investorů se zaměřením na možný zdroj asymetrie informací (kap. 4). Analytická část práce je strukturována s cílem odhalit možný zdroj AI v procesu investování do fondů kvalifikovaných investorů a to v pořadí zdrojů informací, jak s nimi potenciální investor může přijít do styku. Analyzovány proto budou zejména informace získané prostřednictvím ČNB (kap. 5.1), způsoby a zdroje získání klíčových dokumentů (kap. 5.2) a kvalita informací obsažených ve statutu (kap. 5.3 zaměřená na rizikový profil a investiční strategii fondu a kap. 5.4 zaměřená na nákladové položky fondu). V neposlední řadě je v práci obsažena kvantifikace identifikovaných rizikových faktorů způsobených asymetrií či neúplností zveřejňovaných informací a vyjádření míry jejich vlivu na rozhodování potenciálního investora (kap. 5.5).

Moderní pojem asymetrie informací klade důraz na skutečnost, že naše informace o současném stavu trhů jsou nedokonalé a zejména že se jednotlivé subjekty na trhu kvalitou svých informací významně liší, což má pro chování těchto trhů závažné důsledky.

Každý člověk je obeznámen s tím, že investování je spojeno s riziky, tedy i investování prostřednictvím kolektivního investování. Rizika veřejně deklarovaná, tj. např. riziko kolísání hodnoty aktiva, do něhož fond investoval, jsou známá, i když rozdíly v kvalitě popisu zveřejňovaných rizik investičními společnostmi jsou mnohdy značné. Rizikovitost investice do fondů může být však navíc zhoršena případnou existencí asymetrie informací mezi investiční společností a potenciálním investorem. Asymetrie informací v tomto případě je na straně potenciálního investora, neboť ten disponuje méně kvalitními informacemi (z hlediska kvality i kvantity), než investiční společnost. Tato asymetrie informací prohlubuje nejistotu a riziko spojené s rozhodováním potenciálního investora. Asymetrie informací je dána střetem zájmu obou stran, resp. zájmem investiční společnosti získat pro obhospodařované fondy maximum investorů, resp. investičních prostředků a maximalizovat

tak svůj zisk plynoucí z obhospodařovatelského poplatku, který je odvislý od výše obhospodařovaného majetku fondu. Lze těžko očekávat, že by IS odmítla potenciálního investora proto, že není dostatečně kvalifikovaný. Z pohledu získání nových investorů je pak v zájmu IS poskytnout potenciálním investorům takové informace, které v investorovi podnítl zájem o budoucí investici.

2. Cíl a metodika

Hlavním tématem práce jsou asymetrické informace, fondy kvalifikovaných investorů a investiční rozhodování. Práce je založena na hypotéze, že existuje asymetrie informací mezi investiční společností a potenciálním investorem a že tato asymetrie má negativní dopad na výsledek investičního rozhodování potenciálního investora o realizaci investice. **Hlavním cílem práce je prokázat vliv této asymetrie na rozhodovací proces investora, identifikovat rizikové faktory způsobené asymetrií informací a prokázat míru jejich vlivu na rozhodování potenciálního investora.**

Asymetrií informací je přitom v práci chápáno jak záměrné zkreslení informací vydávaných investiční společností za účelem přilákání dalších investorů, tak záměrné nesdělení části informací. Zdrojem asymetrie informací je tedy mj. chápána i neúplnost informací sdělovaných investiční společností vůči potenciálním investorům.

Pro naplnění základního cíle jsou definovány dílčí cíle, jež jsou formulovány do výzkumných otázek. Jejich charakteristika je uvedena v kapitole níže (2.1 Specifikace cíle práce). Po zodpovězení výzkumných otázek a naplnění hlavního cíle práce budou sestaveny hlavní výstupy práce, a to:

- *investiční doporučení určená potenciálním investorům FKI*, jež jsou výsledkem implementace výsledků realizovaných analýz do procesu investičního rozhodování za předpokladu existence asymetrie informací;
- *doporučení informační povinnosti cílená na investiční společnosti*, která jsou zaměřena na informace, které by měly investiční společnosti zveřejňovat pro eliminaci vzniku asymetrie informací a zpřístupnění investorům dostatečného množství dat v dostatečné kvalitě pro učinění bezproblémového investičního rozhodnutí ze strany potenciálního investora.

2.1 Specifikace cíle práce

Východiskem pro tvorbu této práce je tvrzení, že existuje asymetrie informací (dále jen AI) v procesu investování do fondů kvalifikovaných investorů s negativním dopadem na potenciálního investora. **Cílem práce je pak prokázat vliv této asymetrie na rozhodovací**

proces investora, identifikovat rizikové faktory způsobené asymetrií informací a prokázat míru jejich vlivu na rozhodování potenciálního investora.

Získané závěry budou následně implementovány do doporučení, jejichž smyslem je eliminovat negativní vliv asymetrie informací v investičním rozhodování (investiční doporučení určená potenciálním investorům FKI a doporučení informační povinnosti cílená na investiční společnosti).

Splnění hlavního cíle bude dosaženo prostřednictvím realizace dílčích cílů, jež jsou formulovány pomocí výzkumných otázek:

Výzkumné otázky:

- *„Existuje asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky?“*
- *„Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?“*
- *„Existuje asymetrie informací v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů?“*
- *„Existuje asymetrie informací způsobená prezentováním nákladových podmínek fondů kvalifikovaných investorů?“*
- *„Má asymetrie informací vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů?“*

Výzkumné otázky, resp. jejich charakter je následně určující pro volbu metodologie potřebné k jejich zodpovězení, tedy i k zodpovězení hlavního cíle práce.

2.2 Metodika práce

Práce je založena na metodách kvantitativního i kvalitativního výzkumu.

Společným prvkem prováděných výzkumů je v první fázi sběr dat. Následně je zkoumána struktura těchto dat s cílem najít pravidelnosti, resp. jejich společné prvky. Poté jsou formulovány závěry, jež slouží jako východiska pro další zkoumání.

Analytická část práce se opírá o kritický rozbor literatury, jež tvoří literární rešerši – teoretickou část práce (kap. 3). Jejím úkolem je definovat základní charakteristiky fungování kapitálového trhu a zejména fondů kvalifikovaných investorů za předpokladu existence asymetrie informací. Metodou deskriptivní je proveden rozbor české a zahraniční odborné literatury (knižních publikací, odborných periodik a legislativních norem), jež slouží jako teoretická východiska práce. Je provedena komparace názorů nejvýznamnějších českých i zahraničních autorů věnující se problematice kolektivního investování, investičního rozhodování a fondů kvalifikovaných investorů.

Metoda deskripce je základem i kap. 4, která je zaměřena na legislativní základnu investování do fondů kvalifikovaných investorů. Je proveden deskriptivní popis vývoje legislativy upravující fungování fondů kvalifikovaných investorů, zejména pak Zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech. Kapitola dále obsahuje analýzu Zákona č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech v komparaci s předchozím zákonem – Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování. Cílem této analýzy je provést kritické srovnání legislativní základny zabývající se fungováním FKI s ohledem právě na možný vznik asymetrických informací.

Základem výzkumné části práce je metoda analýzy, která se postupně rozšiřovala a upřesňovala. Poznatky z analytické části pak slouží jako podklad pro syntézu, dedukci závěrů a tvorbu výstupů. Jejich výsledkem jsou pak navržené postupy pro eliminaci rizik způsobených existencí asymetrie informací (kap. 6.1 doporučení informační povinnosti) a doporučení pro implementaci existence AI do rozhodovacího procesu investorů (kap. 6.2).

Metoda analýzy je použita v kap. 5.1, kde jsou analyzovány informace o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů zveřejňované prostřednictvím České národní banky. Analýza je zaměřena na strukturu a množství těchto dat. Kvalitativní posouzení informací vzhledem k jejich charakteru zde není prováděno. Analýza je použita dále v kap. 5. 2., kde je analyzován způsob zveřejňování klíčových dokumentů, zejména statutu fondu a zprávy o hospodaření. Analýza je zaměřena na způsoby zveřejnění dokumentů, jejich dostupnost potenciálnímu investorovi a jejich rozsah.

Klíčová je analýza prováděná v kap. 5. 3., kde je zkoumán statut fondů, resp. jeho části investiční strategie a rizikový profil. Analýza je kvalitativního charakteru a jejím cílem je odhalit vztah mezi oprávněnými investičními nástroji fondů a deklarováním rizikovým profilem. Základem této analýzy je hypotéza, že existuje nesoulad mezi investičními nástroji a rizikovým profilem fondu, jehož příčina je dána neúplnými informacemi, resp. že

deklarovaný rizikový profil fondu neodpovídá investičním nástrojům. Výsledky této analýzy jsou pak východiskem pro komparaci a syntézu, jež vede k závěrům, že neúplné (asymetrické) informace uváděné v rizikovém profilu fondu vedou ke zhoršení odhadu rizikovosti fondové strategie potenciálním investorem.

Metoda analýzy je také použita v kap. 5. 4., kde je analyzován způsob zveřejňování nákladových položek fondu ve statutu fondu. Základem této analýzy je hypotéza, že neúplnost a asymetrie informací v oblasti prezentování nákladových položek fondu ve statutu vede ke snížení kvality odhadu nákladovosti a výnosnosti fondu potenciálním investorem. Cílem prováděné analýzy je prokázat vliv neúplnosti a asymetrie informací ve způsobu prezentování nákladových položek fondu na rozhodovací proces investora.

Pro účely kvantifikace míry rizika způsobené vlivem výskytu asymetrických a neúplných informací, jež jsou potenciálnímu investorovi k dispozici, je v rámci kap. 5. 5 použita metoda analýzy citlivosti, what – if analýzy a simulace Monte Carlo. Analýzy jsou sestaveny na reálných datech FKI, které reprezentují zjištěné výsledky předchozích analýz. Rizikové faktory způsobené asymetrií či neúplností informací zjištěné v předchozích kapitolách jsou v rámci kap. 5. 5 použity jako předpoklad pro analýzu a simulace vlivu těchto faktorů na hlavní kritérium potenciálního investora, tedy čistou současnou hodnotu plánované investice.

Metoda komparace je součástí celé výzkumné části práce, neboť v rámci provedených analýz jsou zjištěné výsledky podrobeny vzájemné komparaci a syntéze s cílem získat zobecňující výsledky, jež jsou zdrojem pro tvorbu výstupů práce.

Důvodem pro použití kvalitativního výzkumu je především podstata zkoumaného problému, neboť se jedná o hloubkový výzkum kvality informací, kdy kvalitativní srovnání nemusí mít dostatečnou vypovídací schopnost. Metody kvalitativního výzkumu jsou použity zejména v kapitole 5.3, kde je provedena kritická analýza hloubky a kvality zveřejňovaných informací o investiční strategii a rizikovém profilu fondu.

Jelikož je práce strukturována dle položených výzkumných otázek specifikovaných výše (jež následně vedou k naplnění hlavního cíle práce), výběr a kombinace použitých metod (kvalitativních i kvantitativních) je plně podřízen aktuálně položené výzkumné otázce.

Specifikace použitých metod dle výzkumných otázek

Pro zodpovězení první výzkumné otázky „*Existuje asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky?*“ je nejdříve ověřen způsob zveřejňování informací o IS a FKI prostřednictvím portálu České národní banky. Výsledkem toho je definování výčtu informací, které jsou touto cestou zveřejňovány vč. způsobu dohledání těchto informací na webových stránkách. Následně po provedení sběru dat jednotlivých IS a FKI jsou data metodou třídění rozčleněna a pomocí komparace a následné syntézy je zjištěno, jaká je informovanost napříč jednotlivými investičními společnostmi, stejně jako informovanost jednotlivými typy informací, které zde mohou být zobrazovány.

Vzhledem k charakteru jednotlivých informací (jedná se zejména o základní výčet, přehled a informace kontaktního charakteru) je proveden kvalitativní výzkum a hodnoceno je pouze uvedení či neuvedení jednotlivých informací. Studium kvality informací je zde bezpředmětné.

Druhá výzkumná otázka „*Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?*“ vyžaduje analýzu způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI napříč investičními společnostmi. Analyzován je způsob zveřejnění statutu, výroční zprávy IS, zprávy o hospodaření FKI a sdělení klíčových informací. Analýza je založena na dvou kritériích:

- zda je uvedený dokument veřejně dostupný či nikoliv (A/N)
- zdroj umístění tohoto dokumentu.

Doplňujícím kritériem je zjištění rozsahu těchto dokumentů, které je měřeno podle počtu stran. Jedná se pouze o kritérium, které poskytuje prvotní informaci o rozsahu informací dokumentu, nehovoří však o kvalitě informací. Pomocí metody komparace a následné syntézy získaných výsledků je pak vyhodnocen způsob prezentování těchto dokumentů a fakt, zda v této oblasti existuje AI (kap. 5.2).

Zásadní z pohledu negativního vlivu AI na rozhodovací proces potenciálního investora je AI v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondu. Byla proto položena výzkumná otázka: „*Existuje asymetrie informací v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů?*“ Rozsah analýzy statutu, resp. části prezentující investiční cíl, investiční nástroje a strategii a následně rizikový profil je náročným procesem a prolíná se zde metoda analýzy s metodou komparace. Zde není kritériem hodnotit kvantitu informací, nýbrž jejich kvalitu. Je proto kladen důraz na kvalitativní výzkum zkoumající hloubku informací a zejména provázanost zvolené investiční strategie a výsledného rizikového profilu fondu.

Výběr základních informací o investiční strategii zobrazuje vždy detailní výčet oprávněných investičních nástrojů a technik hospodaření. Tyto jsou následně konfrontovány s rizikovým profilem, kdy je analyzováno, zda rizika vyplývající z investičních nástrojů a technik jsou nebo nejsou uvedeny v rizikovém profilu fondu. Pro tyto účely byl podroben rizikový profil fondů samostatné analýze, jejímž cílem bylo zjistit odlišnosti (AI) mezi prezentovanými riziky jednotlivými IS. Výčet jednotlivých rizik tak byl podroben detailní analýze a metodou třídění byla rizika členěna do skupin dle příčin jejich vlivu. Takto členěná rizika byla konfrontována s riziky vyplývajícími z investiční strategie.

Metodou syntézy jsou následně výsledky jednotlivých analýz vyhodnoceny a výsledky prezentovány v kap. 5.3. Takto zjištěné AI slouží dále jako podklad pro tvorbu doporučení informační povinnosti. Dílčím výsledkem je přehled (zobecnění) rizik, která by měla být investičními společnostmi uváděna v rizikovém profilu fondu.

Podkladem pro zodpovězení výzkumné otázky „*Existuje asymetrie informací způsobená prezentováním nákladových podmínek fondů kvalifikovaných investorů?*“ je zejména zpráva o hospodaření fondu. Analýza dokumentu je kvalitativního charakteru, neboť je zkoumána kvalita zveřejňovaných informací o nákladových podmínkách FKI. Pro tyto účely jsou zvlášť hodnoceny: poplatek za obhospodařování, který tvoří dominantní složku nákladů fondu, dále depozitářský poplatek a další náklady hrazené z prostředků fondu. Základem je metoda analýzy, kdy je nejdříve analyzován způsob stanovování poplatku za obhospodařování a depozitářského poplatku. Kritériem je složitost výpočtu, resp. ověření, na jaké hodnoty je velikost poplatku navázána a zda je možno na základě informací zveřejňovaných ve statutu a výroční zprávě o hospodaření fondu tento poplatek vypočítat a predikovat potenciálním investorem. Získaná data jsou podrobena vzájemné komparaci a

metodou syntézy jsou vyhodnoceny výsledky možné existence AI v případě stanovení těchto dvou poplatků.

V poslední fázi je analyzován způsob zveřejňování dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu. Kritériem je zejména počet dalších nákladů hrazených z prostředků fondu a konečnost seznamu, resp. fakt, zda existuje možnost dalšího navýšení nákladovosti fondu.

Odpověď na poslední výzkumnou otázku „*Má asymetrie informací vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů?*“ je realizována pomocí matematicko-statistických metod, neboť jejím cílem je kvantifikovat vliv rizikových faktorů způsobených právě asymetrií informací na investora, resp. na čistou současnou hodnotu investice (NPV). Předmětem zkoumání vlivu jsou vybrané rizikové faktory dané AI, které byly identifikovány v rámci předchozích metod (výzkumných otázek) u nichž je možná kvantifikace a prokázání vlivu na NPV. Pro ověření vlivu těchto rizikových faktorů budou vytvořeny dvě simulace – dva hypotetické scénáře. Obě simulace budou založeny na skutečných datech dvou reálných FKI (jež byli vybráni jako reprezentanti průměrných FKI na trhu v ČR a zároveň u nich byla prokázána asymetrie informací). Na tyto scénáře FKI bude aplikován příklad investice a zkoumán vliv jednotlivých rizikových faktorů.

Pro zajištění kvalitní vypovídací schopnosti budou použity celkem 3 metody, a to analýza citlivosti, what – if analýza a simulace Monte Carlo. Teoretická východiska k těmto metodám jsou součástí kapitoly 3. Součástí těchto metod budou dále statistické výsledky charakterizující výnosnost a rizikovost jednotlivých investic – konkrétně střední hodnota, směrodatná odchylka a variační koeficient. Dílčím výstupem pak jsou grafická zpracování obou simulací investic v podobě tornádo grafů a spider grafů.

Po provedení všech analýz a metod obou simulací budou metodou komparace porovnány výsledky získané jednotlivými metodami a zobecněny do pořadí od faktorů s největším vlivem na NPV investora po nejmenší. Komplexní výsledky jsou součástí kapitoly 5.5.3.

Veškeré poznatky a výsledky jsou pak zdrojem pro dva dílčí výstupy práce a to tvorbu doporučení informační povinnosti IS, jež je založena zejména na výsledcích kvalitativního výzkumu investiční strategie a rizikového profilu fondu a investiční doporučení, jež jsou

založeny na výsledcích existence AI zejména v oblasti investiční strategie a rizikového profilu a nákladových podmínkách fondů.

2.3 Data potřebná pro naplnění cíle práce

Z uvedeného cíle práce a výzkumu vyplývají data potřebná pro provedení práce a realizaci výzkumu.

Disertační práce vychází především z platné legislativy, tj. z platných českých a evropských zákonů a norem. Jedná se zejména o: Zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen ZOISIF), který je hlavním zákonem upravující činnost fungování fondů kvalifikovaných investorů, dále např. Zákon č. 15/1998 Sb. o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně dalších zákonů, Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, Směrnice Rady 85/611/EHS z 20. 12. 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, Vyhláška č. 246/2013 Sb. o statutu fondu kolektivního investování a další. Podrobněji je problematice legislativy věnována kapitola č. 4 této práce.

Sběr dat pro praktickou část práce je striktně podroben cíli práce, kdy je snahou nalézt asymetrii informací v datech/informacích, se kterými potenciální investor pracuje, resp. na základě kterých se rozhoduje. Pro tyto účely byly identifikovány následující zdroje informací:

- informace zveřejňované Českou národní bankou (zejména se jedná o informace zveřejňované na portálu České národní banky www.cnb.cz, kde jsou zveřejněny základní informace o investičních společnostech a jednotlivých fondech);
- oficiální portál ministerstva spravedlnosti www.justice.cz, kde jsou ze zákona subjekty (tedy i investiční společnosti) povinny zveřejňovat výroční zprávy o hospodaření;
- webové stránky jednotlivých investičních společností fungující zejména jako zdroj pro získání klíčových dokumentů, tj.: statutů fondů, zpráv o hospodaření jednotlivých fondů, klíčových sdělení pro investory a výročních zpráv investičních společností.

Co do množství užitečných informací (pro potenciálního investora pro učinění kvalifikovaného investičního rozhodnutí) je nejdůležitějším dokumentem statut fondu a zpráva o hospodaření fondů. Tyto dokumenty jsou proto klíčovým zdrojem pro analýzu existence AI.

Výběr dat pro realizaci praktické části je dále podmíněn omezením: analyzovány jsou výhradně fondy kvalifikovaných investorů v podobě podílových fondů (důvodem je jejich charakter, tj. fakt, aby fondy byly určeny pro další investiční příležitosti, nikoliv investiční FKI, které jsou nejčastěji uzavírány jako alternativní správa aktiv bez možnosti přijímání dalších investic, tedy tzv. uzavřené investiční fondy).

Pro realizaci výzkumu tak byly metodou selekce vybrány ty investiční společnosti, které jsou dominantními hráči na trhu s fondy kvalifikovaných investorů v podobě podílových fondů. Z celkového počtu 26² investičních společností se obhospodařování fondů kvalifikovaných investorů věnuje 13 z nich. Některé IS se zaměřují spíše na zakládání investičních fondů, proto bylo vybráno 5 investičních společností, které svým rozsahem tvoří 52 % trhu FKI v podobě podílových fondů (obhospodařují 26 FKI podílového typu). Jedná se o společnosti: AVANT investiční společnost, a.s., (dále jen AVANT), Investiční společnost České spořitelny, a.s. (dále jen IS CS), J&T investiční společnost, a.s. (dále jen J&T), QI investiční společnost, a.s. (dále jen QI) a WOOD & Company investiční společnost, a.s. (dále jen WOOD).

Dalším vstupem pro výzkum asymetrických informací v kolektivním investování je současný stav teorie v oblasti asymetrie informací s důrazem na asymetrii informací v oblasti kapitálových trhů. Je proto proveden kritický rozbor literatury, jenž je následně východiskem pro zpracování praktické části. Rozbor literatury je zaměřen na všechny oblasti, jež jsou nezbytné a klíčové pro naplnění cíle práce. Je proto provedena analýza teoretických východisek v oblasti investic a investičního rozhodování, asymetrie informací, investičních rizik, kritérií hodnocení investic, kolektivního investování a fondů kvalifikovaných investorů.

² Data k 31. 12. 2014

2.4 Výstupy práce

Výstupem práce je v první řadě zodpovězení položených výzkumných otázek a tím naplnění cíle práce, tedy potvrzení existence asymetrie informací a prokázání vlivu asymetrie na rozhodovací proces investora vč. jejího rozsahu. Kompletní přehled výsledků realizovaných analýz je součástí kapitoly 6.

Dalším výstupem práce jsou *investiční doporučení*, jež jsou výsledkem implementace výsledků realizovaných analýz do procesu investičního rozhodování za předpokladu existence asymetrie informací. Investiční doporučení jsou přehledně uvedena v kapitole 6.2. Doporučení jsou určena potenciálním investorům pro realizaci investičního rozhodnutí do fondů kvalifikovaných investorů. Cílem těchto investičních doporučení je zejména stanovit metodický postup v práci s informacemi pro eliminaci vzniku asymetrie informací a tím zajištění realizace kvalifikovaného rozhodnutí v rámci rozhodovacího procesu o vhodnosti, resp. nevhodnosti plánované investice. Součástí doporučení je výčet informací nezbytných pro investiční rozhodování i jejich kvalita.

Rozhodovacím procesem je myšlen proces rozhodování potenciálního investora o plánované investici do FKI. Rozhodovací proces je sestaven od obecného, tj. počáteční seznamování a sběr dat až po přijetí rozhodnutí. Fáze rozhodovacího procesu byla stanovena následovně:

1. Sběr zdrojových dokumentů stěžejních informací
2. Analýza informací zdrojových dokumentů
 - a. identifikace informací o výkonnosti fondu
 - b. identifikace rizik fondu
3. Přijetí rozhodnutí

Dílčím výstupem práce jsou dále *doporučení informační povinnosti*, která jsou doporučením pro investiční společnosti. Doporučení jsou zaměřena na informace, které by měly investiční společnosti zveřejňovat pro eliminaci vzniku asymetrie informací a zpřístupnění investorům dostatečného množství dat v dostatečné kvalitě pro učinění bezproblémového investičního rozhodnutí ze strany potenciálního investora.

Základem pro doporučení informační povinnosti investičních společností jsou identifikovaná rizika spojená s investováním do FKI získaná díky realizovaným analýzám výzkumné části práce. Doporučení informační povinnosti jsou součástí kapitoly 6.1.

3. Teoretická východiska

3.1 Ekonomie informací

Informace v ekonomickém rozhodování hrají zcela stěžejní roli, obzvláště dnes, v 21. století, v době médií a internetu, kdy se informace šíří prakticky v reálném čase. Následující text je věnován vlivu informací na ekonomickou teorii a ekonomické rozhodování. Na rozdíl od starších, ekonomických teorií, kdy se uvažovalo s tzv. dokonalými informacemi je dnes již samozřejmostí vycházet z faktu, že ekonomické subjekty disponují odlišnými, tj. nedokonalými informacemi.

Informacemi jsou chápána data, kterým jejich uživatel přisuzuje určitý význam. (Svoboda, Bittner, Svoboda, 2006, str. 28). S informacemi pracuje každý ekonomický subjekt a jednou z jeho činností je vyhodnocení těchto informací, a to nejen hodnocení z hlediska kvantity informací, nýbrž jejich kvality. *Důležitou roli hraje proces tzv. filtrování informací, tj. podrobení přijatých informací analýze a z přijatých informací ukládat a stavět pouze na informacích podstatných.* (Svoboda, Bittner, Svoboda, 2006, str. 33). *Informace jsou specifickým výrobním prostředkem, který slouží k rozhodování, jeho specifickou vlastností je to, že se nespotřebovává, je obnovitelný a je prostředkem, který otevírá přístup k dalším informacím, resp. který sám další informace generuje* (Švarc, Zeman, 2009, s. 9). Dílčím negativem informací podle Švarce a Zemana (2009) je rostoucí trend na jejich pořizování (pořizovací cena informací) a fakt jejich rychlého zastarávání.

I když v minulosti nebyla dána informacím taková důležitost, dnes již můžeme hovořit o tom, že se vyčlenila vědní disciplína, která se zabývá právě otázkou informací – tzv. „ekonomie informací“.

Ekonomie informací je charakterizována jako oblast zkoumání v rámci ekonomické vědy zaměřená na problematiku role informace v ekonomických procesech a její ekonomickou hodnotu. Mezi významné ekonomy zabývající se rolí informace v ekonomických mechanismech můžeme jmenovat například F. A. von Hayeka, G. J. Stiglera, W. Vickreyho, G. A. Akerlofa, M. A. Spence a J. E. Stiglitze. Jmenovaní byli za svůj přínos

ekonomické vědě odměněni Nobelovou cenou za ekonomii, kompletní výčet ekonomů zabývajících se ekonomikou informací by byl pochopitelně obsáhlejší.

F. A. von Hayek se významně zasloužil o definování významu cenového mechanismu jako druhu informačního systému v tržní ekonomice (Hayek, 1993). G. J. Stigler se proslavil mj. řešením problematiky hodnoty informace v souvislosti s náklady na její vyhledání (Stigler, 1998). W. Vickrey se významně zasloužil o výzkum informačních aspektů rozhodování v podmínkách nejistoty (Vickrey, 1961). G. A. Akerlof vzešel ve známost např. tím, že prokázal, jakým způsobem informační asymetrie vede k „nepříznivé selekci“ na trzích. Své tvrzení prokázal ve svém nejslavnějším článku „The Market for Lemons“ (Akerlof, 1970).

M. A. Spence a J. E. Stiglitz, v oblasti informační ekonomie demonstrovali možnosti signalizování či sebe-selekčního chování subjektů na trzích s informační asymetrií (Spence, 1973) a (Stiglitz, 2000).

V rámci zkoumání ekonomie informací je možné se zaměřit na dvě oblasti:

- 1) role informace v ekonomických modelech, mechanismech a ekonomickém rozhodování (ekonomie informací);
- 2) ekonomické důsledky rozvoje informačních technologií.

Obě oblasti ekonomického zkoumání mají styčné body a nedají se od sebe zcela oddělit – principy ekonomie informací se projevují i v sektorech informační ekonomiky a naopak informační ekonomika přináší nové problémy pro ekonomii informací (Očko, 2005).

Vývoj ekonomie informací

Problematika ekonomie informací nebyla vždy ekonomické historii předmětem zájmu zkoumání ekonomické vědy. Významu však začala nabývat ve 20. století s tím, jak se začal urychlovat přenos informací. Již v 1. polovině 20. století se začala hodnota informací dostávat do popředí zájmu ekonomů a postupně, jak se vyvíjely ekonomické teorie a modely, se informace staly jednou z nosných oblastí ekonomie. Jak popisuje Šindelář (Šindelář, 2006) a ve svém textu uvádí i Sojka (Sojka, 2001), problematika vlivu informací v ekonomice je součástí širší problematiky nejistoty, která je průvodní charakteristikou lidského života od nepaměti.

Nejistota (a následně pojem riziko) se v ekonomické teorii v souvislosti s ekonomikou informací začaly objevovat počátkem 20. let 20. století, zejména pak v souvislosti s dílem Risk, Uncertainty and Profit F. H. Knighta (Knight, 2002) a následně v díle Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz J. M. Keynesa z roku 1936 (Keynes, 1963).

Problém neznalosti a nejistoty s ohledem na informace o současném stavu trhu přinesl do ekonomie A. F. von Hayek svou kritikou centrálního plánování a zejména svým slavným článkem The Use of Knowledge in Society (Hayek, 1945). Hayek v něm mj. srovnává informační nároky tržního hospodářství a centrálně plánované ekonomiky.

Hayek vysvětluje, že problém tří základních ekonomických otázek „Co vyrábět, Jak to vyrábět, a Pro koho vyrábět“ je problémem rychlé adaptace na změny v konkrétních okolnostech místa a času. Reakce na změny musí proběhnout téměř v reálném čase. Z tohoto faktu vyvozuje závěr, že finální rozhodnutí musí být vždy ponechána na lidech, kteří tyto okolnosti znají z bezprostřední blízkosti a dobře se v nich orientují. Díky tomu jsou schopni okamžitě reagovat na změny. Řešením tedy není, že se tyto změny ohlásí nějakému centrálnímu úřadu, který je vyhodnotí a potom teprve vydá direktivy, jak na ně reagovat. „Potřebujeme decentralizaci, neboť jen tak můžeme zajistit, že informace o konkrétních okolnostech času a místa budou neprodleně využity“, uvádí Hayek (Hayek, 1993, s. 174). Otázkou však stále zůstalo, jak zprostředkovat informace, které jsou nezbytné pro ekonomické rozhodování. Řešení Hayek nevidí v roli nějakého centrálního orgánu, neboť ten, byť sebelepší, by nedokázal postihnout všechny vztahy mezi cíli a prostředky. Odpovědí je role ceny v ekonomice, ta je nositelkou informace o vzácných zdrojích v ekonomice. Hayek jí definuje jako „numerický index, který je přiřazen každému ze vzácných zdrojů, který ale není odvozen z žádné vlastnosti určité věci, nýbrž ve kterém je kondenzován její význam z hlediska celé struktury vztahů mezi prostředky a cíli“ (Hayek, 1993, s. 175). Zásadním přínosem díla F. A. Hayeka, jak mj. uvádí Šindelář (2006) je fakt, že odhalil funkci cenového systému, jakožto systému informačního a označil jej za základní informační systém, díky němuž se šíří relevantní informace v ekonomice.

Jak uvádí například Jonáš (2001), mnoha ekonomům zabývajícím se úlohou informací v ekonomickém rozhodování byla udělena Nobelova cena za ekonomii (plným názvem Cena Švédské národní banky za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela).

Již v roce 1974 byla udělena Nobelova cena Friedrichu Augustu von Hayekovi, který se proslavil analýzou úlohy informací ve fungování tržní ekonomiky. V roce 1982 získal Nobelovu cenu také George Stigler, který také přispěl významným způsobem k ekonomické

analýze informací. Ve svém klasickém článku *Economics of Information* (Stigler, 1998) Stigler diskutoval podstatu informace jako cenného ekonomického zdroje, a analyzoval aktivitu získávání informací nazvanou vyhledávání, kterou chápal jako investici s cílem získat tento cenný zdroj (Očko, 2007).

V tomto článku George Stigler jasně deklaroval základní myšlenku, že informace je hodnotný zdroj. Kritizoval jejich postavení, kdy jej trefně pojmenoval jako „slum živořící v městě ekonomie“. Kritika byla zcela na místě, do té doby se technologie a informace o nich považovaly za jakýsi všeobecně známý téměř veřejný statek, preference spotřebitele byly také považovány za dané a známé. V tomto článku také nastínil a navrhl princip zjištění tržní ceny informace. (Stiegler, 1961)

Tento článek znamenal prakticky počátek ekonomie informací jako vědní disciplíny. Jak uvádí Šindelář (2006), jde zejména o teoretické vyjádření nejrůznějších odchylek a nedokonalostí trhu, se kterými klasická ekonomická teorie, využívající dokonalé informace, nepočítá. George Stigler (1998) ve svém díle uvádí, že podle klasické ekonomické teorie by měla být výsledkem tržním procesů střetávání se nabídky a poptávky, jednotná cena na trhu, která by se neměla, po odečtení nákladů na dopravu, lišit dle místa. Až do šedesátých let ekonomové více méně automaticky předpokládali, že účastníci tržních vztahů mají všechny informace o zboží, které kupují, znají dokonale všechny okolnosti každé tržní směny a provádějí svůj výběr z různých alternativ bez jakéhokoliv rizika. Že mají relevantní informace o cenách surovin, technologií, apod. Z toho plyne závěr, že žádný poptávající, respektive nakupující, by nikdy nezaplatil vyšší cenu, než tu, kterou nabízí nejlevnější prodejce.

Praxe je pochopitelně odlišná a na mnoha trzích se ceny totožného výrobku liší a poptávající jsou ochotni zaplatit vyšší ceny, než nejnižší. Důvodem je fakt, že nedisponují všemi relevantními informacemi. Rozptyl cen je pak tím větší, čím je produkt méně standardizovaný a trh méně organizovaný. Kupující pak z důvodu rozdílné kvality a ceny zboží vynakládá prostředky na získání dodatečných informací. Kupující je však ochoten zaplatit pouze takové množství informací, jejichž náklady pořízení budou menší, než by byla případná úspora z nákupu levnějšího výrobku.

V roce 1996 byla udělena Nobelova cena Jamesi Mirrlesovi a Williamu Vickreyovi za jejich příspěvek ekonomické teorii podniků. Vickrey se zabýval ve své práci z roku 1961 otázkou podniků v situaci, kdy jednotlivé ekonomické subjekty mají soukromé, a tudíž rozdílné, neboli asymetrické informace (Vickrey, 1961). James Mirrlees později publikoval článek o optimálním zdanění příjmů, který je dnes rovněž považován za jeden ze základních

pilířů moderní teorie asymetrické informace, monitorování signálů umožňujících získat poznatky o soukromých informacích ekonomických subjektů (Mirrlees, 2011).

V moderní ekonomické historii a v současnosti hrají informace již prvořadou roli v ekonomickém uvažování a rozhodování, neboť v době internetu, kdy se fakticky data předávají v reálném čase je již nezbytností uvažovat nejen o množství, ale zejména také o kvalitě těchto informací. Ekonomické modely založené na principu dokonalých informací se tak stávají v dnešní době nepoužitelné a je již nezbytností implementovat do ekonomické teorie fakt existence nedokonalých, asymetrických informací, resp. zahrnout do uvažování otázku existence rizika a nejistoty.

3.2 Riziko, nejistota, asymetrie informací

Riziko a nejistota jsou pojmy, které jsou v dnešní ekonomické vědě často diskutovány, neboť ekonomická teorie založená na čisté klasické ekonomii předpokládající existenci dokonalých informací, byla pochopitelně dávno překonána. Dnes lze s jistotou konstatovat, že dokonalá informovanost neexistuje, a že ekonomické modely musí nutně zahrnout do své koncepce riziko, nejistotu i fakt, že jedna strana trhu má přesnější, dokonalejší informace, než strana druhá. I přes tento fakt však bývají tyto pojmy – riziko a nejistota – často chybně zaměňovány.

3.2.1 Riziko a nejistota

V současné době ekonomická teorie rozlišuje tyto pojmy následovně: existuje-li nejistota ohledně budoucího vývoje, jsou známy možné budoucí stavy a současně jsou známy pravděpodobnosti, s jakými tyto stavy mohou nastat, hovoříme o *rozhodování za rizika*. Pokud jsou známy možné budoucí stavy a současně nejsou známy pravděpodobnosti, s jakými stavy mohou nastat, hovoříme o *rozhodování za nejistoty*. Tato základní koncepce však nebyla platná vždy, ba i dnes může být chápána trochu odlišně. Např. ve finančním rozhodování je riziko nejčastěji chápáno pouze jako negativní odchylka od očekávaného výsledku, i když teoreticky se jedná o jakékoliv odchýlení od očekávaného stavu, tedy i v pozitivním slova smyslu. Pojem riziko není pojmem novodobých ekonomických dějin,

původní význam slova označoval „kořen“, nebo také „útes“. Oba významy však spojovalo chápání rizika v negativním slova smyslu, jako nebezpečí, kterému je potřeba čelit na cestách. Postupem času se pak riziko zobecnilo na jakékoliv nebezpečí. Teoretické základy lze mj. nalézt v dílech Adama Smithe (Smith, 2001), J. Haynese (Haynes, 1895) a F. H. Knighta (Knight, 2002).

Adam Smith ve svém díle Pojednání o podstatě a původu bohatství národů pojem riziko sice blíže nedefinuje, nicméně jej poměrně hojně užívá. Teoretické vymezení pojmu nabízí např. J. Haynes: Slovo risk nemá v ekonomice čistě technický význam, nýbrž znamená možnost vzniku jakékoliv škody či ztráty. Riziko se může lišit ve stupni nebezpečí, které se může pohybovat od absolutní jistoty vzniku škody, až po téměř jistotu bezpečí na straně druhé. Podle Haynese tak nejistota tvoří základ, předpoklad pro existenci rizika (Haynes, 1895). Nejistota je chápána jako neschopnost odhadnout (určit) budoucí jev s jistotou.

Významně se na zpracování teoretického základu problematiky rizika a nejistoty podílel F. H. Knight, a to zejména ve svém díle Risk, Uncertainty and Profit (Knight, 2002). Dle jeho názoru je třeba důkladně odlišit nejistotu od pojmu risk, avšak oddělit od sebe oba pojmy nelze. Rizikem se podle některých přístupů rozumí měřitelná veličina, zatímco podle jiných přístupů měřitelná není a existují tedy rozsáhlé rozdíly v pohledu na oba jevy v závislosti na tom, který z přístupů je zrovna využíván. Proto je definována v případě nejistoty její neměřitelnost. F. H. Knight tedy již odlišil pojmy riziko a nejistota a sám volil variantu, kdy nejistota znamená neměřitelnost. Sám navíc rozvádí tři typy pravděpodobnosti. První je měřitelný na základě odhadu/kalkulace, jejíž využití lze nalézt např. při odhadu výhry v různých hazardních hrách, druhý typ je založen na statistické analýze vycházející z empirických dat (její využití nejčastěji v obchodu) a třetí typ představuje tzv. pravou nejistotu, jenž nelze určit ani pomocí kalkulace, ani statistické analýzy. Existují však i opačné názory, např. D. W. Hubbard (2007) chápe riziko za takový stav nejistoty, kdy některé události, které mohou nastat, představují ztrátu, katastrofu či jiný nepříznivý výsledek. Naleznout lze i přístupy, které ztotožňují oba pojmy riziko a nejistoty. Toto zastávají např. Levy a Sarnat v díle Kapitálové investice a finanční rozhodování (Levy, Sarnat, 1999).

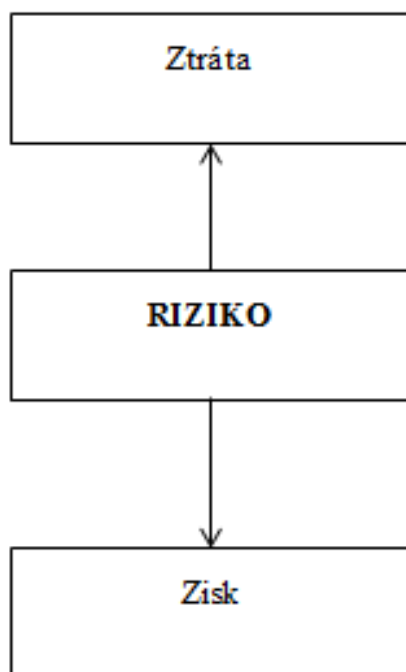
Marek (2010) zobecňuje riziko jako nebezpečí, že se skutečné výsledky budou lišit od výsledků očekávaných. Tedy na rozdíl od častého, finančního chápání věci, rizikem míní jakékoliv odchylku od očekávaného stavu. Fakt že mohou skutečné výsledky dosahovat oproti očekávaným jak kladných, tak záporných hodnot lze spatřit také v přístupu Biermann – Smidt (1986).

Definice pojmů riziko a nejistota je celá řada, lze mezi nimi nalézt i významnější odlišnosti v chápání rizika, často se stranou definuje finanční riziko. Cipra ve své publikaci definuje riziko z pohledu ekonometrie:

Riziko je nejistota spojená s výskytem určité potenciální situace. Finanční riziko souvisí s proměnlivostí (volatilitou) potenciální ztráty nebo zisku spojených s vlastnictvím určitých aktiv a pasiv. Podstatné je, že zde figurují možné změny finančních pozic daného subjektu, které vyplývají z proměnlivosti finančního trhu. Někteří autoři definují finanční riziko jednoznačně v negativním smyslu jako potenciální finanční ztrátu subjektu; jedná se tedy o neočekávanou ztrátu (Cipra, 2013, str. 483).

Následující schéma ukazuje možné výstupy rizika. Řízení rizika je nutno chápat nejen jako hrozbu možné ztráty, ale také jako příležitosti, tj. možné zisky (Merna, Faisal, 2007, s. 3)

Schéma č. 1 Vztah rizika k možným ztrátám a ziskům



Zdroj: Merna, T., Faisal F. Al – Thani, Risk management, 2007, s. 3

Cipra zároveň již definuje řadu dílčích rizik, jimž se ve finanční ekonometrii zabývá:

Kromě finančního rizika ovšem existují v rámci ekonomických aktivit další důležité kategorie rizika, např.:

- obchodní riziko – riziko specifické pro odvětví a trh, na němž daný subjekt působí: obchodní riziko zahrnuje mimo jiné riziko konkurence, reputační riziko, riziko pohromy, daňové riziko, riziko měnové konvertibility aj.
- strategické riziko – riziko, které vyplývá ze zásadních změn v ekonomickém a politickém prostředí,
- systémové riziko – riziko, že neschopnost jedné nebo několika institucí plnit své závazky způsobí kolaps celého odvětví (Cipra, 2013, str. 483).

Finanční rizika následně rozděluje do následujících hlavních tříd:

- a) tržní riziko, jež se projevuje změnami (volatilitou) tržních cen aktiv a pasiv nebo tržních měr. Někdy se zjednodušeně popisuje jako riziko ztráty ze změn tržních cen. Tržní riziko lze dále členit na speciálnější finanční rizika: (úrokové, měnové, akciové, komoditní, riziko úvěrového rozpětí a korelační riziko);
- b) úvěrové riziko (kreditní) je riziko ztráty v důsledku neschopnosti nebo neochoty smluvního partnera splnit sjednané podmínky kontraktu. Při posuzování úvěrového rizika dnes hraje důležitou roli tzv. credit rating neboli úvěrové hodnocení. Úvěrové riziko lze dále členit na: přímé úvěrové riziko, riziko úvěrových ekvivalentů, riziko změny úvěrového hodnocení, vypořádací riziko a riziko úvěrové angažovanosti;
- c) likvidní riziko je riziko ztráty v důsledku momentálního nedostatku hotových peněžních prostředků. Likvidní riziko má dvě formy: riziko tržní likvidity a riziko financování. Obecně platí, že likvidní riziko může investora donutit k prodeji některých aktiv za velmi nevýhodných podmínek;
- d) operační riziko je chápáno jako riziko ztráty v důsledku chyb interních operačních systémů nebo osob, které s nimi pracují. Může nabývat různých forem: transakční riziko, riziko operačního řízení, riziko systému;
- e) právní riziko je rizikem ztráty v důsledku právní neprosaditelnosti kontraktu nebo porušení právních požadavků protistrany. Týká se např. legality kontraktů, právní způsobilosti subjektů či právní formy dokumentace. (Cipra, 2013, str. 484)

Všechny definice rizika mají společné tři prvky – časový rámeček, v němž se o riziku uvažuje, pravděpodobnost výskytu události nebo události a míru závažnosti důsledků. Riziko je tak možné vyjádřit jako „logický součin“ pomocí tzv. rovnice rizika (Zuzák, Königová, 2009, s. 39):

*Rovnice = pravděpodobnost výskytu * závažnost důsledku*

Je patrné, že chápání pojmů riziko a nejistota není jednoznačné a prakticky se liší u každého autora, přesto však lze upozorovat i na názorové shody. Pro účely této práce proto bude chápáno riziko jako situace, kdy jsou známy varianty, které mohou nastat a pravděpodobnosti jejich výskytu a nejistota jako situace, kdy tyto pravděpodobnosti známy nejsou.

3.2.2 Asymetrie informací

Pojem asymetrické informace znamená, že subjekt na jedné straně trhu má lepší a kvalitnější informace, než subjekt na straně druhé. S touto situací se setkáváme na trzích velice často, dokonce se s nimi setkáváme i mimo ekonomické dění. V tomto postavení se nalzáme jako pacienti u lékaře, zákazníci v prodejně, manažeři a uchazeč o místo, potencionální investor do cenných papírů a vydavatel cenného papíru, vypůjčovatel a ten, kdo půjčku poskytne, akcionář a manažer, pojištěný a pojištěnec apod.

Koncepce asymetrických informací je součástí obecné problematiky nejistoty, která provází lidský život od nepaměti a v ekonomické teorii hraje roli již řadu desetiletí. Po tom, co ekonomická teorie upustila od nereálného předpokladu dokonalé konkurence, a tedy i dokonalých informací, vzešla potřeba začlenění problematiky asymetrických informací do ekonomických modelů. Nejsou to však pouze klasické ekonomické modely, kam se musely zohlednit asymetrické informace, ale vzhledem k faktu, že asymetrie informací je všudypřítomná, je potřeba s nimi počítat i v investičním rozhodování a kolektivním investování. A možná o to více, vzhledem k faktu o jak vysokých částkách investic lze hovořit. Je-li rozdíl v informovanosti mezi subjekty značný, může být asymetrie informací (stejně jako např. externality či monopol, nebo veřejné statky) příčinou selhání trhu. V některých případech totiž může tato asymetrie informací vyústit do situací, které jsou označovány jako nepříznivý výběr a morální hazard.

Nepříznivý výběr je proces, který vede ke zhoršování kvality produkce vyráběné na trhu, kde se setkáváme s asymetrií informací. Z trhu jsou následkem toho vytlačovány kvalitnější statky. Na trhu, kde asymetrie informací způsobila nepříznivý výběr, se nakonec prodávají jen výrobky pochybné kvality a z firmy, v níž probíhá negativní výběr, postupně

odejdou kvalifikovaní a schopní pracovníci. Aplikováno na trh kolektivního investování, nepříznivý výběr může vést ke snížení zájmu investorů o fondy, jež jsou svou strategií kvalitní, přesto negativní očekávání investorů může snižovat budoucí výnos či samu existenci kvalitních fondů kolektivního investování.

Morální hazard zase vyjadřuje skutečnost, že lépe informované subjekty využijí své postavení na úkor hůře informovaných subjektů. Dnes se s tímto pojmem setkáváme zejména v kontextu tzv. problému principal – agent, kdy je přítomna asymetrická informace mezi zastupovaným (vlastníkem firmy) a zastupujícím (manažerem). Manažer disponující kvalitnějšími informacemi o aktuálním, reálném stavu podniku může ve snaze maximalizovat svůj vlastní přínos (mzdu, podíl na zisku, benefity atp.) svým chováním poškozovat vlastníka firmy, který (jelikož podnik fakticky neřídí) tyto informace nemá. Ve své podstatě se manažer chová tržně – tedy v souladu s koncepcí maximalizace zisku propagovanou klasickou (a neoklasickou) ekonomikou. Zároveň zde však musíme konstatovat selhání trhu, neboť zde dochází k onomu poškození druhé strany.

Je to právě morální hazard, který může vzniknout (a mnohdy vzniká) v procesu kolektivního investování. Investiční společnost, jako společnost obhospodařující fondy kolektivního investování, disponuje nepochybně kvalitnějšími informacemi o kvalitě podílových listů podílových fondů, či akcií investičních fondů. V procesu investování je riziko výskytu asymetrických informací poměrně značné – a to i vzhledem k faktu, že český právní řád ukládá poměrně rozsáhlé informační povinnosti jednotlivým subjektům. Zdroje výskytu asymetrických informací lze odhalit min. na těchto úrovních: informace vysílané investiční společností k potenciálním investorům, informace předávané fondy kvalifikovaných investorů potenciálním investorům a informace předávané fondy (resp. investičními společnostmi) dozorovým orgánům (České národní bance a příslušné depozitářské bance).

Asymetrie informací je v současné době jedním z nejdiskutovanějších témat v ekonomické teorii, v roce 2001 byli za rozpracování problematiky asymetrie informací oceněni Nobelovou cenou za ekonomii 3 ekonomové: Joseph E. Stiglitz, Georg. A. Akerlof a Michael A. Spence. G. Akerlof ve svém nejslavnějším článku *The Market for Lemons* prokázal existenci asymetrie informací na trhu s ojetými automobily (Akerlof, 1970). Důsledkem této asymetrie byl negativní výběr daný tím, že vlastníci kvalitních aut, kteří by chtěli auta prodat, je neprodají za cenu, která odpovídá jejich skutečnému stavu, neboť

kupující na trhu ojetých aut již předem očekávají skryté vady. Ve výsledku tak majitelé dobrých aut svá auta neprodají a na trhu ojetých aut převažují již pouze auta se skrytými vadami. M. A. Spence rozpracoval v rámci asymetrie informací teorii signalizování, jež popisuje, že lépe informovaný subjekt má zájem, aby se zlepšila informovanost a fungování trhu, je proto ochoten se podělit o část svých informací s hůře informovanou stranou (Spence, 1973). Joseph E. Stiglitz ve svém díle asymetrii informací řeší prostřednictvím pečlivého screeningu, prověřování méně informovanou stranou (Stiglitz, 2000). Díky tomu hůře informovaný subjekt dokáže eliminovat negativní vliv asymetrie informací, a tím i riziko nesprávného rozhodnutí.

Stiglitz s Rothschildem hledali odpověď na otázku, jestli mohou méně informované ekonomické subjekty zlepšit svou pozici na trhu s výskytem asymetrie informací. Své uvažování zacílili na pojistný trh a vycházeli z předpokladu, že pojišťovny nabízející za předem stanovené pojistné konkrétní pojistné produkty předem nedisponují dostatečnými informacemi o rizikovosti klientů, tj. že v tomto případě je asymetrie informací na straně poptávky (Rotschild, Stiglitz, 1976).

J. Stiglitz k tomu uvádí: Osoba zřizující si pojištění ví víc o tom, jaká je u ní pravděpodobnost, že bude mít nehodu (např. s ohledem na řidičské schopnosti), než ví agent, který mu zřizuje pojištění (Stiglitz, 2001). Doporučení Stiglitze a Rothschilda, které by mělo vést ke zlepšení pozice pojišťovny na trhu s touto AI spočívá v nabízení různých kombinací výše pojistného ze strany pojišťovny, čímž si každý klient zvolí „svou“ variantu pojistného. Vznikne tak jakýsi mechanismus sebe-selekce prostřednictvím strukturovaných podmětů a dojde k rovnováze, neboť klienti si zvolí produkt podle své rizikovosti.

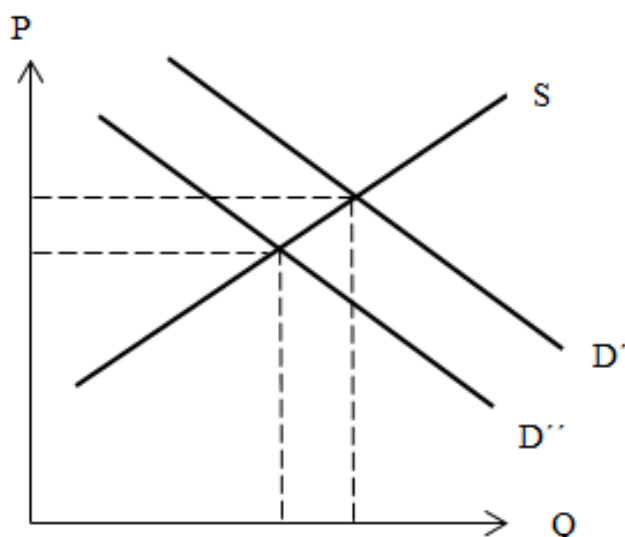
O rozšíření problematiky asymetrických informací mezi širší veřejnost se v České republice významně zasloužil mj. i. Milan Sojka. Sojka definuje asymetrie informací následovně: Pojem *asymetrické informace* znamená, že ekonomické subjekty na jedné straně trhu mají mnohem lepší informace než subjekty na druhé straně. Do obdobného postavení se dostává personalista, má-li přijímat nového zaměstnance nebo manažer usilující o to, aby jeho zaměstnanci využívali co nejlépe pracovní dobu a pracovali kvalitně. Když si firmy či jednotlivci vypůjčují, vědí mnohem víc o tom, jsou-li schopni půjčku splatit, než ti, kteří jim půjčují. Obdobný problém lze nalézt ve vztahu akcionářů a manažerů v akciových společnostech, u pojistitelů a pojištěnců a v mnoha dalších situacích. Asymetrické informace představují, pokud je rozdíl v informovanosti značný, vedle externalit, nedokonalé konkurence a veřejných statků jednou z příčin selhání trhu (Sojka, 2002). Sojka dále popisuje

nový pohled na asymetrie informací, který do ekonomické teorie přinesl Hayek, a to zejména svým dílem *The Use of Knowledge in Society* a *Individualism and Economic Order*. Hayek zejména upozorňuje na závislost informací na čase, místě a jednotlivých ekonomických subjektech, kterých se informace týkají. Hayek, ač situaci nepopisoval přímo jako asymetrii informací, vytvořil problematice velmi kvalitní teoretický základ.

Hořejší (2006) pak asymetrické informace popisuje jako stav, kdy jedna strana trhu zná více, než strana druhá. Asymetrická informace vzniká v důsledku utajené činnosti, nebo utajené informace.

Vliv informační asymetrie na trh znázorňuje Hořejší (2006) graficky (graf č. 1). Pokud spotřebitelé neznají negativní vlastnosti daného zboží, je poptávka na úrovni D ; kdyby je znali, poklesne poptávka na úroveň D'' .

Graf. č.1 Vliv informační asymetrie na tržní rovnováhu



Zdroj: vlastní zpracování dle Hořejší (2006)

kde P je cena, Q množství, S nabídka a D poptávka.

S asymetrií informací se lze setkat prakticky všude a na všech trzích. Lze jí objevit jak na straně poptávky, tak na straně nabídky. Strana nabídky je lépe informovaná např. v těchto případech:

- výběrové řízení na pracovní místo (AI na straně zaměstnavatele)
- prodej ojetého automobilu (AI na straně kupujícího)
- lékařská péče (AI na straně pacienta)

- nákup CP (AI na straně investora)

Strana poptávky bývá lépe informovaná např. v těchto situacích:

- sjednání pojištění (AI na straně pojišťovny)
- sjednání bankovního úvěru (AI na straně banky).

Bez ohledu na místo výskytu AI řešení situace s výskytem AI je několik. Platí však, že náklady na eliminaci nesmí překročit rozdíl, jenž by spočíval mezi výsledkem trhu bez existence AI a s jejím výskytem

3.2.3 Řešení asymetrie informací

Asymetrie informací, resp. jejich dopady mohou mít pro fungování trhu či rozhodování jednotlivců fatální dopad, avšak nemusí to být podmínkou, zejména pokud subjekty trhu předem s existencí AI počítají. Jedno z řešení AI nastínil např. M. A. Spence ve své teorii signalizačního chování. Reálné řešení AI prostřednictvím signalizace má několik podob (Spence, 1973):

1. vynucování signálů o kvalitě statku (např. u výrobků ISO normy);
2. přímé poskytování signálů prostřednictvím státu;

Stát je oprávněn zřizovat instituce, jejichž cílem je právě eliminace AI na trzích. Příkladem může být česká obchodní inspekce či dozor finančních a kapitálových trhů v podobě České národní banky.

Intervence státu však mohou mít i charakter nepřímých zásahů. Jednalo by se zejména o nastavení pravidel a institucionálního rámce. V praxi pochopitelně je využívána kombinace přímých i nepřímých zásahů. Použití těchto nástrojů by mělo vést k paretoovskému zlepšení a to tak, že nepřímé intervence by měly být sestaveny tak, aby podpořily efektivní fungování trhů.

3. přímé poskytování signálů soukromými institucemi (např. různá profesní sdružení či komory).

Tržní řešení asymetrie informací je spojené zejména s otázkou důvěry. V prostředí asymetrie informací vzniká situace, kdy ekonomické subjekty neví, komu mohou důvěřovat. Asymetrie informací se může stát předmětem obchodního zájmu ekonomických subjektů a

poskytování informací důležitým obchodem. Samotné tržní řešení lze rozdělit do dvou oblastí:

- vytváří se sekundární trhy, kde nabízející subjekty vyhodnocují, zpracovávají a poskytují informace těm, kteří je využítí k uskutečnění transakce zatížené nedokonalou informací;
- vznikají neformální instituce, jejichž cílem je usnadňování, předávání a vyhodnocování informací, jako jsou např. ratingy.

Další způsob eliminace asymetrie informací, resp. jejich důsledků poskytl J. E. Stiglitz v podobě pečlivého screeningu hůře informovanou stranou (Frank, 1995). Screening spočívá zejména v důkladném monitoringu trhu, snahou o získání maximálního množství informací, jejich vyhodnocení, selekce a zpracování pro výsledné rozhodování.

3.3 Kapitálový trh, kolektivní investování

Na finančních trzích dochází k alokaci finančních prostředků od subjektů s přebytkovými prostředky k deficitním. *Finanční trh může být charakterizován jako systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě střetu nabídky a poptávky* (Revenda, 1996, str. 93). Následující schéma zobrazuje rozdělení finančního trhu na peněžní, kapitálový a úvěrový trh.

Schéma č. 2 Rozdělení finančního trhu

Obchodované instrumenty, jejich splatnost		subjekty trhu		Obdhody mezi	
				bankami, bankami a CNB	bankami a dalšími fin. instit. a nebank. sektorem
Úvěry	Krátkodobé	Peněžní trh			
	Dlouhodobé			Úvěrový trh	
CP	Krátkodobé	Peněžní trh			
	Dlouhodobé			Kapitálový trh	

Zdroj: REVENDA, 1996, s. 94

Peněžní trh, jak napovídá i výše uvedené schéma lze definovat jako systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb tzv. krátkodobých peněz (se splatností do 1 roku), oproti tomu kapitálový trh lze vymezit jako systém institucí a instrumentů zabezpečujících pohyb střednědobého a dlouhodobého kapitálu, zejména prostřednictvím různých forem cenných papírů (Revenda, 2010, s. 97).

3.3.1 Kolektivní investování

Kolektivním investováním rozumíme specifický druh regulovaného podnikání, které spočívá v soustředění peněžních prostředků do různých investičních a podílových fondů a v efektivní alokaci peněz, s cílem dosáhnout požadované výnosnosti a rozptýlení rizika. Jde tedy o nepřímé, zprostředkované investování (Valach, 2010, s. 265).

Hlavní přednosti kolektivního investování prostřednictvím investičních a podílových fondů jsou spatřovány v následujících skutečnostech:

- 1) dochází k úsporám z hospodaření ve velkém. Kolektivní investování umožňuje, aby investiční společnost zajistila diverzifikaci s nižšími náklady na jednotku investice, než by dosáhl individuální malý investor.
- 2) dochází k úsporám z profesionálního managementu. Individuální investor může přesunovat většinu svých starostí o nákup a prodej CP, o udržování portfolia apod. na profesionální finanční manažery a tím dosáhnout lepších výsledků.
- 3) kolektivní investování ve všech zemích podléhá státnímu doзору a kontrole
- 4) fondy investují prostředky do velkého počtu různých CP a touto diverzifikací mohou značně omezit riziko investora.

Nevýhodnou stránkou kolektivního investování jsou pro investory:

- 1) vstupní poplatky, které musí investor uhradit. Pohybují se obvykle od 0 až do 5 – 6 %. Jsou diferencovány podle očekávané výnosnosti: nejvyšší u akciových fondů, nejnižší u fondů peněžního trhu.
- 2) správní poplatky, určené na správu fondu.
- 3) volatilita kurzů akcií i PL fondů, ovlivňující kolísání výnosnosti pro investora více než u termínovaných vkladů v bankách.
- 4) neexistence pojištění; na rozdíl od bankovních vkladů nejsou vklady do fondů kolektivního investování pojištěny

Podstatnou charakteristikou kolektivního investování je realizace dohledu a regulací ze strany České národní banky, která stanovuje pravidla hospodaření a fungování všech subjektů kapitálového a peněžního trhu.

3.3.2 Subjekty trhu

Subjekty, jejichž role je klíčová pro proces kolektivního investování, resp. investování do fondů kolektivního investování, jsou zejména:

- investiční společnost;
- fond kolektivního investování;
- obhospodařovatel;
- administrátor;
- depozitářská banka;
- Česká národní banka.

Investiční společnost je dle ZOISIF (Zákon 240/2013 Sb., 2013) právnická osoba se sídlem v České republice, která je na základě povolení uděleného Českou národní bankou oprávněna obhospodařovat investiční fond nebo zahraniční investiční fond, popřípadě provádět administraci investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu. Dle ZOISIF (Zákon 240/2013 Sb 2013) je IS v rozsahu uvedeném v povolení uděleném Českou národní bankou oprávněna:

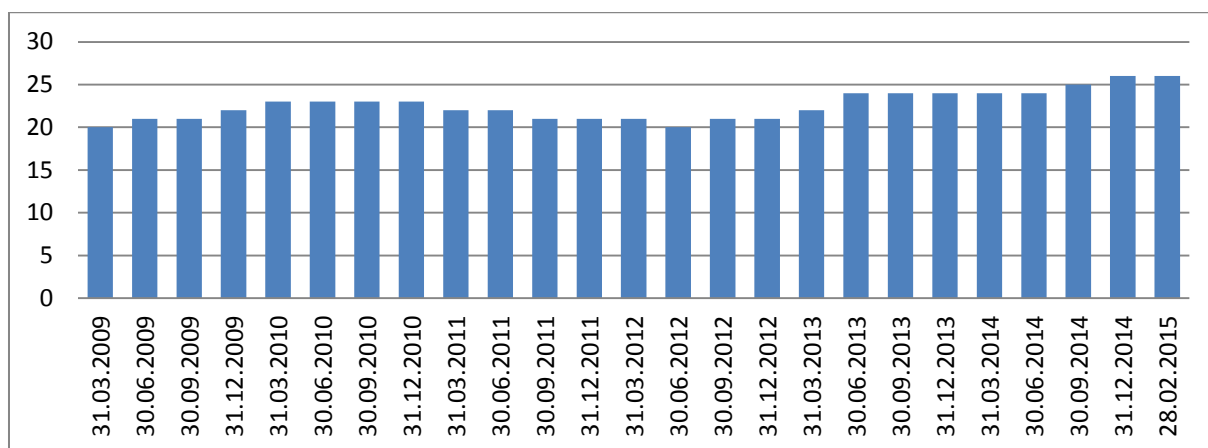
- obhospodařovat IF nebo zahraniční IF
- provádět jejich administraci
- obhospodařovat majetek zákazníka, jehož součástí je investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání (portfolio management)
- provádět úschovu a správu investičních nástrojů vč. souvisejících služeb (ve vztahu k CP vydaných IF)
- přijímat a předávat pokyny týkající se investičních nástrojů
- poskytovat investiční poradenství týkající se investičních nástrojů.

Investiční společnost obhospodařující fondy kolektivního investování je povinna vykonávat tuto činnost řádně a obezřetně, k tomu uplatňuje řídicí a kontrolní systém. Řídicí a kontrolní systém IS, tedy obhospodařovatele fondu zahrnuje mnoho oblastí, zejména:

- strategické řízení;
- operativní řízení;
- organizační uspořádání, vč. stanovení vnitřních předpisů. Zahrnuty jsou i činnosti orgánů obhospodařovatele a výborů jim zřízených vč. působnosti a rozhodovací pravomoci. Existuje povinnost vymezení funkcí, jejich výkon se vzájemně vylučuje;
- systém řízení rizik. Stanovení pravidel přístupu obhospodařovatele k rizikům, kterým je on, nebo jim obhospodařovaný fond vystaven. Stanovují se techniky rozpoznávání, vyhodnocování a měření rizik, vč. způsobů snižování rizik a přijímání opatření k jejich omezení;
- systém vnitřní kontroly. Jeho součástí je i kontrola podřízených zaměstnanců jejich nadřízenými, kontrola dodržování právních povinností dle ZOISIF a přímo použitelných předpisů EU a vnitřní audit;
- systém vnitřní a vnější komunikace;
- řízení střetu zájmů při výkonu činnosti;
- vedení účetnictví obhospodařovatele;
- aktualizace vnitřních předpisů;
- zajištění plynulého výkonu obhospodařovatele na finančním trhu;
- zajišťování důvěryhodnosti a nezbytných znalostí a zkušeností zaměstnaných osob v investiční společnosti;
- systém odměňování osob. Obsahuje mj. zásady pro určení pevné i pohyblivé složky mzdy, dále postupy pro rozhodování a odměňování v rámci systému odměňování s ohledem na účinné řízení rizik;
- kontrola a bezpečnost evidence a archivace informací;
- evidence obchodů a majetku fondu.

Následující graf znázorňuje vývoj počtu investičních společností v posledních letech.

Graf č. 2 Vývoj počtu investičních společností v období 2009 - 2015



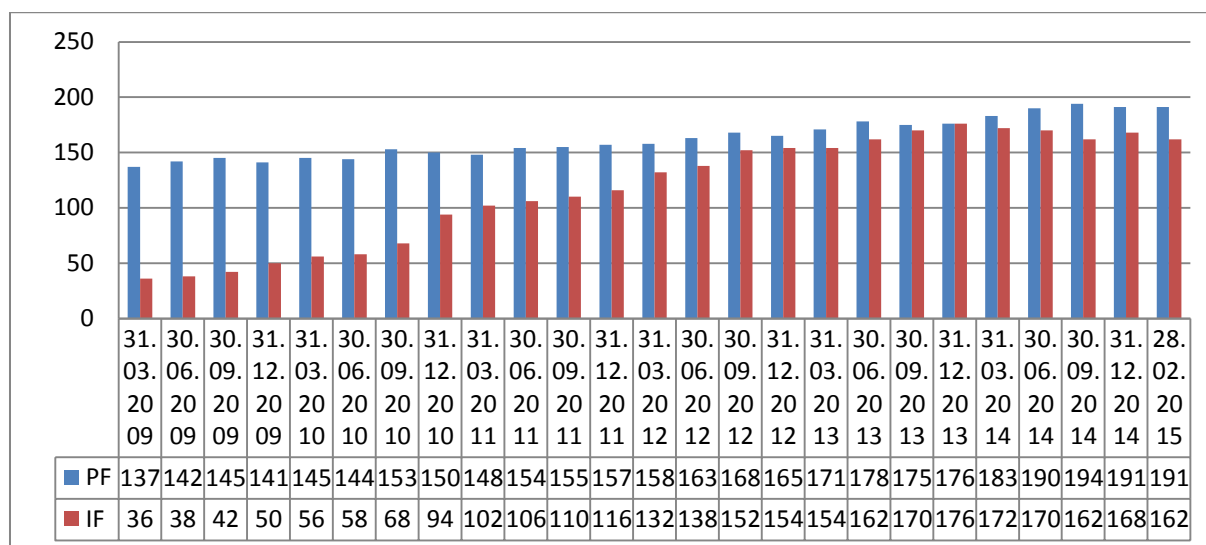
Zdroj: vlastní zpracování, data: ČNB, stav k 13. 3. 2015

Dle aktuální platné legislativy (Zákon 240/2013 Sb., 2013) *fondem kolektivního investování* je:

- investiční fond - právnická osoba se sídlem v ČR, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti vydáváním akcií a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení rizika ve prospěch vlastníků těchto akcií, a dále spravovat tento majetek, a

- podílový fond (PF), jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti vydáváním podílových listů (PL) a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení rizika ve prospěch vlastníků těchto podílových listů a další správa tohoto majetku. Následující graf zachycuje počty podílových a investičních fondů od roku 2010 do roku 2014.

Graf č. 3 Vývoj počtu podílových a investičních fondů v období 2009 - 2015

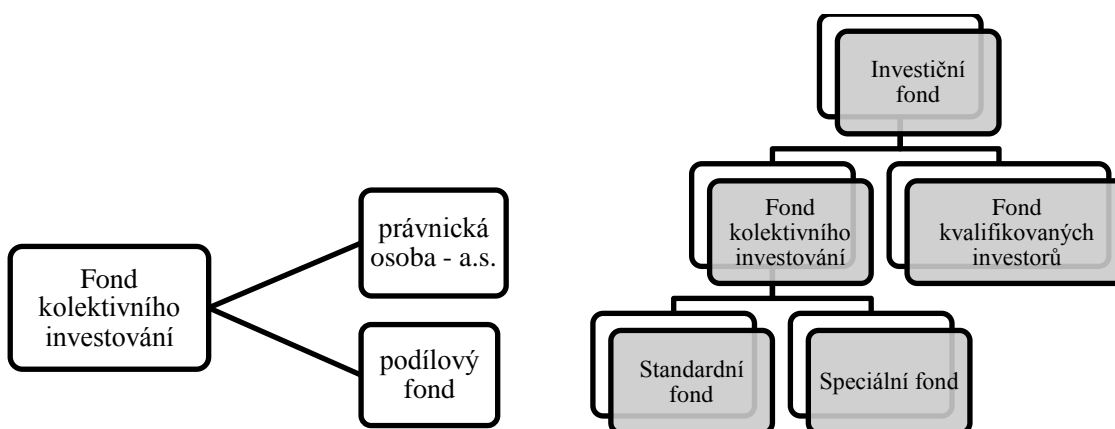


Zdroj: vlastní zpracování, data ČNB, stav k 13. 3. 2015

Valach popisuje rozdíl mezi podílovým fondem a investičním fondem následovně: „Podílové fondy se od investičních fondů liší zejména tím, že nejsou právnickou osobou, nemají právní subjektivitu. Podílové fondy jsou organizační jednotkou investiční společnosti. Zakládá je tato investiční společnost, ale majetek podílového fondu je oddělený od majetku investiční společnosti. Investor, který vkládá peníze do podílového fondu, není akcionářem, ale pouze podílníkem v podílovém fondu investiční společnosti.“ (Valach, 2010, s. 268)

Základní členění fondů znázorňuje přehledně následující schéma.

Schéma č. 3 Základní členění fondů dle ZOISIF



Zdroj: vlastní zpracování na základě ZOISIF (2013)

Členění fondů kolektivního investování na standardní a speciální spočívá v rozlišení, zda fond splňuje požadavky práva EU (standardní) či nikoliv (speciální).

„V zahraničí i u nás existuje celá paleta různých typů fondů, jejich klasifikace není ustálená. Hlavní typy fondů lze rozlišit“ (Valach, 2010, 268)

- otevřený fond
- uzavřený fond

Charakteristickými znaky otevřených podílových fondů Valach označuje: neexistenci limitu počtu ani doby vydávání podílových listů a právo podílníka na zpětný prodej PL za jeho skutečnou hodnotu. Uzavřený fond se pak vyznačuje omezeným počtem vydávaných podílových listů nebo dobou jejich vydání a tím, že podílník nemá právo na zpětný prodej PL. (Valach, 2010, s. 269).

Dle kritéria aktiv, do nichž fond investuje, Valach (2010) rozlišuje:

1. fondy nefinančních aktiv (někdy také nazývány fondy reálných aktiv; typickými aktivy, do nichž fondy investují, jsou nemovitosti, drahé kovy či komodity);
2. fondy peněžního trhu (jejichž předmětem činnosti jsou investice do nástrojů peněžního trhu, např.: státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty apod.);
3. fondy dluhopisové (fondy, jejichž předmět zájmu jsou dluhopisy státu, podniků, zahraniční dluhopisy atd.);
4. fondy akciové (které se orientují na nákup nejrozličnějších tuzemských i zahraničních akcií);
5. fondy vyvážené (jež kombinují vklady svých prostředků do akcií i obligací na základě myšlenky vztahu mezi výnosností akcií a obligací)

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech (Zákon 240/2013 Sb, 2013, §94) nově zavádí pojem Investiční fond s právní osobností. Samosprávným investičním fondem je investiční fond s právní osobností, který je na základě povolení k činnosti samosprávného IF uděleného ČNB oprávněn se obhospodařovat, příp. provádět svou administraci.

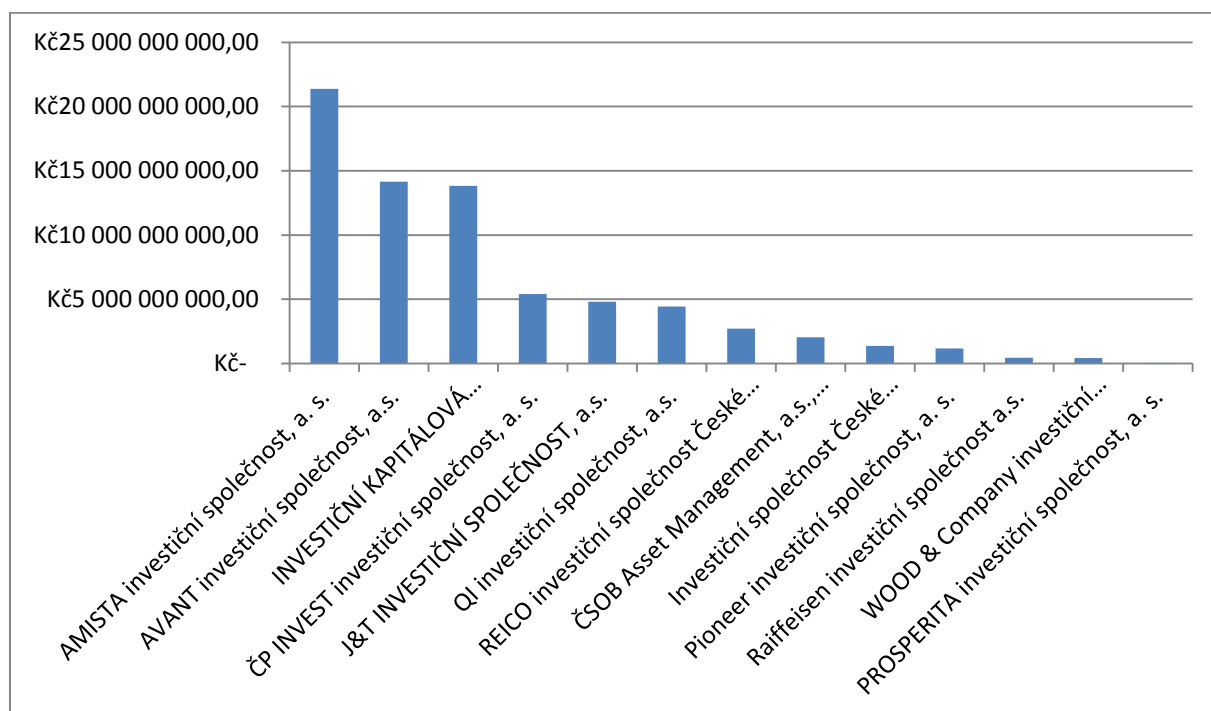
Časový horizont investičních cílů a odpovídající politika rozdělování výnosů definují 3 typy fondů kolektivního investování: (Valach, 2010, s. 271)

Příjmové (tzv. důchodové) fondy preferují maximální roční příjem při stabilizaci čisté hodnoty aktiv připadající na cenné papíry. Jsou tedy spíše krátkodobě orientovány.

Růstové fondy preferují růst tržní ceny akcie (tj. čisté hodnoty aktiv) před vyplácením dividend. Malý důraz je kladen na běžné příjmy. Tyto fondy jsou spíše dlouhodobě orientovány.

Smíšené fondy ve své politice rozdělování výnosů kombinují důchodový i růstový přístup. Následující graf zobrazuje aktuální situaci o velikosti obhospodařovaného majetku FKI ve správě investičních společností (data k 31. 12. 2013).

Graf č. 4 Velikost obhospodařovaného majetku FKI ve správě investičních společností v roce 2015



Zdroj: vlastní zpracování, data: AKAT ČR, stav k 1. 1. 2015

Důležité členění fondů kolektivního investování vyplývá z uplatňované investiční strategie. Dle tohoto kritéria se fondy člení zejména na pasivní fondy indexového typu, ostatní pasivní fondy, aktivní fondy a penzijní fondy. Pasivní fondy indexového typu zpravidla nakoupí investiční nástroje, které spravuje po celou dobu trvání fondu ve stejné struktuře. Správa fondu je tedy pasivní a náklady na správu nízké. Ostatní pasivní fondy se opírají o různé pasivní investiční strategie, jejichž předpokladem je existence efektivních finančních trhů (např. nákup akcií při poklesu kurzu a jejich prodej při růstu kurzu). Principem aktivních fondů je neustálé obměňování svého portfolia. Vychází z předpokladu, že finanční trhy se chovají neefektivně a je proto nezbytné pomocí speciálních analýz neustále vyhledávat

nejvhodnější investiční nástroje. Pro penzijní fondy je charakteristické, že v počátku podílník do fondu pravidelně vkládá a příliš zpětně nezískává. Po této fázi dochází k použití fondů na výplatu dávek. V praxi jsou např. zřizovány podniky pro své zaměstnance.

V průběhu správy a obhospodařování fondů investiční společností je nezbytné sledovat výši obhospodařovaného majetku všech fondů v rámci jedné IS, neboť jakmile hodnota majetku všech investičních fondů a zahraničních investičních fondů obhospodařovaných jednou osobu překročí částku 100 000 000 EUR, dojde k přesažení tzv. rozhodného limitu.

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech také upravuje požadavky na kapitál. Počáteční kapitál investiční společnosti, která obhospodařuje standardní fond, musí činit alespoň částku odpovídající 125 000 EUR. Počáteční kapitál musí činit alespoň 300 000 EUR, jde-li o počáteční kapitál samosprávného IF, který je standardním fondem, nebo samosprávným investičním fondem oprávněným přesáhnout rozhodný limit. Fondový kapitál fondu kolektivního investování však musí do 6 měsíců ode dne vzniku IF dosáhnout alespoň částky odpovídající 1 250 000 EUR. V případě FKI je zapotřebí této částky dosáhnout do 12 měsíců.

Oproti ZOKI (Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování) nově ZOISIF zavádí pojem **administrátor** a administrace fondu. Dříve se operovalo pouze s pojmem obhospodařování fondu. Ze zákona je patrný záměr oddělení běžných administrativních činností od odborných činností zaměřených na investování a správu majetku fondu a s tím spojené řízení rizik fondu. Pod činnosti administrátora tak patří např.: vedení účetnictví, zajišťování právních služeb, compliance, vyřizování stížností a reklamací investorů, výpočet aktuální hodnoty CP, atd. Oproti tomu pod činnosti obhospodařování spadá správa majetku fondu, investování na účet fondu a řízení rizik. Základní členění činností administrátora a obhospodařovatele je uvedeno v následující tabulce.

Tab. č. 1 Výčet činností administrátora a obhospodařovatele fondu kolektivního investování

	<i>Administrace</i>	<i>Obhospodařování</i>
Činnosti:	- vedení účetnictví,	- správa majetku fondu
	- zajišťování právních služeb	- investování na účet fondu
	- compliance	- řízení rizik
	- vyřizování stížností a reklamací investorů	

- oceňování jeho majetku a dluhů	
- výpočet aktuální hodnoty CP	
- zajišťování plnění povinnosti daňových a poplatků	
- vedení seznamu vlastníků CP	
- rozdělování a vyplácení výnosů z majetku fondu	
- vydávání a odkup CP	
- vyhotovení a aktualizace výroční zprávy vč. pololetní	
- vyhotovení a aktualizace klíčových informací	
- vyhotovení propagačního sdělení	
- zpřístupňování informací podílníkům, společníkům fondu	
- poskytování údajů České národní bance	
Dále mezi činnosti administrace může patřit:	
- úschova CP	
- nabízení investic do fondu	
Administrace IF zahrnuje i administraci jeho podfondů.	

Zdroj: vlastní zpracování na základě ZOISIF (2013)

Depozitář fondu je právnická osoba, která na základě uzavřené depozitářské smlouvy:

- má v opatrování majetek IF
- vede peněžní účty a eviduje pohyb veškerých peněžních prostředků v majetku fondu
- eviduje a kontroluje stav majetku fondu.

Depozitář jedná s odbornou péčí, v nejlepším zájmu investorů fondu, jeho funkce je neslučitelná s funkcí obhospodařovatele s ohledem na střet zájmu. Povinností depozitáře je mj. stanovit postupy pro řízení střetu zájmů mezi ním, obhospodařovatelem, fondem a investory. Mezi osoby, které mohou být depozitářem, patří:

- banka se sídlem v České republice
- zahraniční banka, která má pobočku umístěnou v České republice

- obchodník s CP a zahraniční osoba³

Zákon stanovuje, že každý fond kolektivního investování musí mít pouze jednoho deponitáře. Výjimkou je ovšem fond kvalifikovaných investorů, pro který platí, že musí mít alespoň jednoho deponitáře⁴. V případě FKI může být deponitářem i notář⁵.

Česká národní banka je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem v České republice. ČNB tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, družstevními záložnami, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijními společnostmi, fondy penzijních společností, směnárny a dohled nad institucemi v oblasti platebního styku. Stanovuje pravidla, která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu, pojišťovnictví a sektoru penzijních fondů. Systematicky reguluje, dohlíží a popřípadě postihuje nedodržování stanovených pravidel.

Česká národní banka je tak dozorovým orgánem, která vykonává dohled nad dodržováním povinností stanovených zákonem a přímo použitelným předpisem Evropské unie v oblasti obhospodařování investičních fondů. ČNB se zaměřuje při výkonu dohledu především na ochranu zájmu investorů fondů kolektivního investování. Působí tak jako bezpečnostní prvek, který investorům zaručuje dodržování zákonem a Českou národní bankou daných bezpečnostních pravidel hospodaření ze stran ostatních subjektů kapitálového trhu. Z titulu své funkce vyžaduje pravidelný reporting od obhospodařovatelů a administrátorů a je oprávněna jim udělovat sankce za porušení povinností.

3.4 Fondy kvalifikovaných investorů

Fondem kvalifikovaných investorů je právnická osoba se sídlem v ČR, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů vydáváním účastnických CP nebo tak, že se kvalifikovaní investoři stávají jejími společníky, a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků ve prospěch těchto kvalifikovaných investorů a spravovat jejich majetek (Zákon 240/2013 Sb, 2013, § 95).

³ za podmínek stanovených §69 ZOISIF

⁴ pokud však fond kvalifikovaných investorů obhospodařuje obhospodařovatel oprávněný přesáhnout rozhodný limit, může mít pouze jednoho deponitáře.

⁵ za podmínek stanovených v §84 ZOSIF

Fondem kvalifikovaných investorů může být také podílový fond, shromažďuje-li peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů s cílem je společně investovat ve prospěch těchto vlastníků podílových listů. Po vzniku ZOISIF může FKI mít podobu také svěřenského fondu, jehož statut určuje více kvalifikovaných investorů jako obmyšlených a v jejichž prospěch je společně investováno.

Fondem kvalifikovaných investorů tak může být pouze (Zákon 240/2013 Sb, 2013, § 95):

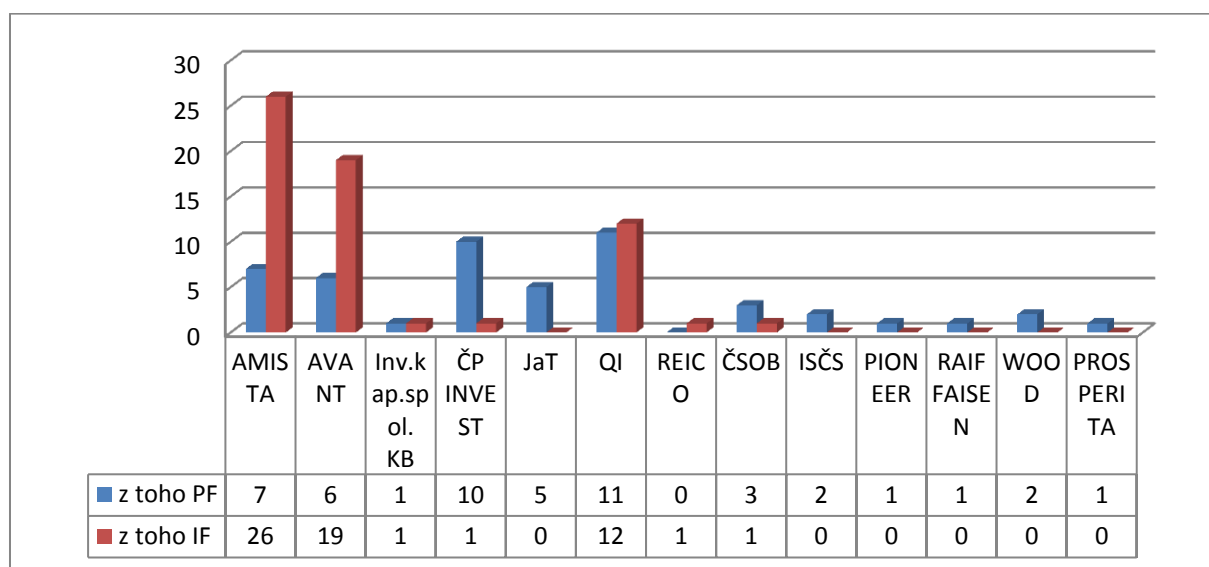
- a) podílový fond (otevřený i uzavřený)
- b) svěřenský fond
- c) právnická osoba
 - akciová společnost
 - společnost s ručením omezeným
 - komanditní společnost
 - evropská společnost, nebo
 - družstvo.

Podílový fond je jednou z nejčastěji využívaných právních forem FKI v České republice. PF je tvořen jměním, přičemž každý z podílníků má vlastnické právo k majetku v podílovém fondu v poměru, podle hodnoty jím vlastněných podílových listů. Podílový fond nemá právní osobnost, podílníci neručí za dluhy v PF a vlastnická práva k majetku vykonává obhospodařovatel vlastním jménem na účet podílového fondu. Podílový fond může být založen jako otevřený (OPF), kdy počet vydávaných podílových listů není omezen (a je s nimi spojeno právo podílníka na jeho odkoupení na účet fondu), nebo uzavřený podílový fond (UPF), kdy s podílovým listem není spojeno právo podílníka na jeho odkoupení na účet fondu. Fond uzavřený na dobu určitou se po uplynutí doby může přeměnit na otevřený podílový fond, nebo vstoupit do likvidace. Spolu s podílovým fondem je nejčastěji využívanou právní formou FKI akciová společnost. Výhodou IF oproti PF je přímá účast investorů na rozhodování, neboť ti vlastní akcie, které v případě akciové společnosti (tedy právní forma s právní osobností) jim to umožní. Pro přehlednější oddělení jmění v rámci fondu je možné vytvářet tzv. podfondy. Jedná se o účetně a majetkově oddělené části jmění, které mohou mít vlastní strategii.

Fondy kvalifikovaných investorů v podobě investiční fondů (často uzavřených) jsou dnes stále více využívány jako individuální správa aktiv, neboť společnostem umožňují právní prostředí (např. akciové společnosti), které jim umožňuje zůstat ovládající osobou fondu (v podobě představenstva) a zároveň jim umožňují využít vhodnějšího daňového prostředí v porovnání s klasickou obchodní společností. Tyto fondy nejsou předmětem analýz této práce, neboť se většinou jedná o uzavřenou skupinu osob/investorů a investiční příležitosti nebývají nabídnuty dalším investorům.

Následující graf zachycuje aktuální situaci na trhu s fondy kvalifikovaných investorů a prezentuje počty podílových a investičních fondů v členění dle jednotlivých investičních společností.

Graf č. 5 Počty FKI v ČR dle jednotlivých IS v roce 2014



Zdroj: vlastní zpracování, data ČNB, stav k 31. 12. 2014

Otázka, kdo je **kvalifikovaným investorem**, není příliš jednoznačná a již ze své podstaty dává také prostor pro vznik asymetrie informací. Kdo může být ze zákona (ZOISIF) kvalifikovaným investorem uvádí následující tabulka (tabulka v jednotlivých buňkách uvádí osoby, jež jsou dle ZOISIF kvalifikovaným investorem):

Tab. č.2 Výčet osob oprávněných být kvalifikovaným investorem dle ZOISIF

Banka	Spořitelni a úvěrní družstvo	Obchodník s CP
Pojišťovna	Zajišťovna	Investiční společnost
Investiční fond	Penzijní fond	Penzijní společnost
Osoba, která provádí sekuritizaci jako rozhodující činnost	Osoba, která obchoduje na vlastní účet pro snížení rizika (hedging)	osoba investující na vlastní účet s komoditami
Právnícká osoba příslušná hospodařit s majetkem státu	Zahraniční osoba s obdobnou činností	Stát, nebo členský stát federace
ČNB, zahraniční CNB nebo Evropská CNB	Profesionální zákazník ⁶	obhospodařovatel nebo srovnatelná zahraniční osoba
Penzijní společnost investující na účet účastnického fondu, důchodového nebo transformovaného, který obhospodařuje	Osoba, která prostřednictvím své účasti v jiných právnických osobách přispívá k dlouhodobému rozvoji těchto pr. osob	Osoba, která je dle zákona upravujícího podnikání na kap. Trhu považována ve vztahu k investicím do daného FKI za zákazníka, který je profesionálním zákazníkem
právnícká osoba podřízená ústřednímu orgánu státní správy	Osoba, která je podílníkem, zakladatelem, nebo společníkem jiného FKI, který má stejného obhospodařovatele, jehož splacená investice v těchto fondech odpovídá alespoň 125 000 EUR a učiní prohlášení, že si je vědom rizik spojených s investováním do tohoto FKI	Osoba, jejíž výše investice do fondu odpovídá min. 125 000 EUR a která učinila prohlášení o tom, že si je vědoma rizik spojených s investováním do tohoto FKI

Zdroj: vlastní zpracování na základě ZOISIF

Zejména poslední dva kvalifikovaní investoři jsou pro IS „potenciálem“ pro získání dalšího kapitálu do obhospodařovaných fondů. Dle zákona je kvalifikovaná osoba každá, která je ochotna investovat min. 125 000 EUR a učiní prohlášení (podepíše), že si je vědom rizik spojených s investováním do FKI. Investiční společnost jako tržní subjekt maximalizující zisk proto pochopitelně usiluje o to, aby data, která zveřejňuje pro potenciální investory, byly prezentovány tak, aby investory upoutaly, nikoliv odradily od investice.

Se změnou legislativy a vznikem Zákona č. 240/2013 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech se významně změnili i podmínky a přístupy kolektivního investování, tedy i investování do fondů kvalifikovaných investorů. Nově zákon odlišuje funkce tzv. obhospodařovatele a administrátora fondu kolektivního investování.

⁶ Profesionálním zákazníkem se rozumí právnícká osoba, která splňuje alespoň 2 ze 3 kritérií:

- celková výše aktiv alespoň 20 000 000 EUR
- čistý roční obrat alespoň 40 000 000 EUR
- vlastní kapitál odpovídající částce alespoň 2 000 000 EUR

Původní zákon č. 189/2004 Sb. O kolektivním investování užíval výhradně pojem obhospodařovatel. *Obhospodařovatelem je ten, kdo obhospodařuje investiční fond nebo zahraniční investiční fond. Obhospodařováním se přitom míní správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu a řízení rizik spojených s tímto investováním* (Zákon 240/2013 Sb., 2013, § 5 a 6).

Ochrana investorů

Při činnosti investičních společností a investičních fondů vzniká často možnost různých spekulací a zneužívání peněz investorů (Valach, 2010, s. 272). Proto je ve všech zemích snaha zákonem poměrně podrobně chránit investory.

Ochrana investorů se realizuje řadou opatření, která musí investiční společnost, coby obhospodařovatel fondu, respektovat. Mezi nejvýznamnější opatření Valach (2010) vyzdvihuje např.:

- investiční společnost nesmí uvádět investory v omyl nepravdivými informacemi nebo nabízet výhody, jejichž spolehlivost nemůže prokázat;

- investiční společnost nemůže vykonávat jinou podnikatelskou činnost. Jedinou jejich činností je organizování společného investování. Opatření zajišťuje průhlednost a nepřesouvání prostředků;

- povolení k činnosti a průběh činnosti fondů podléhá České národní bance, jež posuzuje statuty fondů, výběr depozitáře, osob pro statutární orgány z hlediska jejich odbornosti a bezúhonnosti;

- depozitářská banka funguje jako kontrolní orgán peněžních toků fondů kolektivního investování;

- je vyžadováno, aby peněžní prostředky byly investovány do bezpečných majetkových hodnot;

- je dána informační povinnost, která stanovuje investiční společností zveřejňovat zprávy o svém hospodaření a účetní závěrky.

Veškerá opatření na ochranu investorů jsou dnes dána zejména ZOISIF, vyhláškami ČNB a příslušnými normami Evropské unie.

3.5 Investice, investiční rozhodování

Investice ve svém nejširším pojetí v ekonomické teorii často charakterizují jako ekonomická činnost, při níž se subjekt vzdává své současné spotřeby s cílem zvýšení produkce statků v budoucnosti (Valach, 2010, str. 18).

Investičním rozhodováním se v ekonomické teorii rozumí rozhodování o realizaci investic, zahrnující následující typy investic:

- reálné investice;
- finanční investice.

Součástí investičního rozhodování je řada vzájemně navazujících a závislých kroků, především se jedná o:

- 1) sběr informací, jejich selekce a vyhodnocování;
- 2) plánování, predikce budoucích příjmů investice;
- 3) odhad rizikovosti investice, faktorů negativně ovlivňujících hodnotu investice;
- 4) výběr a realizace investice;
- 5) vyhodnocení úspěšnosti investice.

Volba investice je závislá vždy na subjektivním postoji každého potenciálního investora. Postojem k riziku je míněn vztah investora k postupování rizika. V ekonomické teorii se rozlišují tři základní typy postojů:

- a) averze (nechuť) k riziku. Investor se snaží vyhnout riskantnějším akcím a vyhledává spíše investiční projekty bez rizika, nebo jen s malým rizikem.
- b) kladný sklon k riziku. Investor vyhledává riskantnější projekty s nadějí na vyšší efekty, ale také s vyšším nebezpečím špatných výsledků.
- c) neutrální vztah k riziku. Investorova averze a sklon k riziku jsou v rovnováze, přibližně stejné. (Valach, 2010, str. 176)

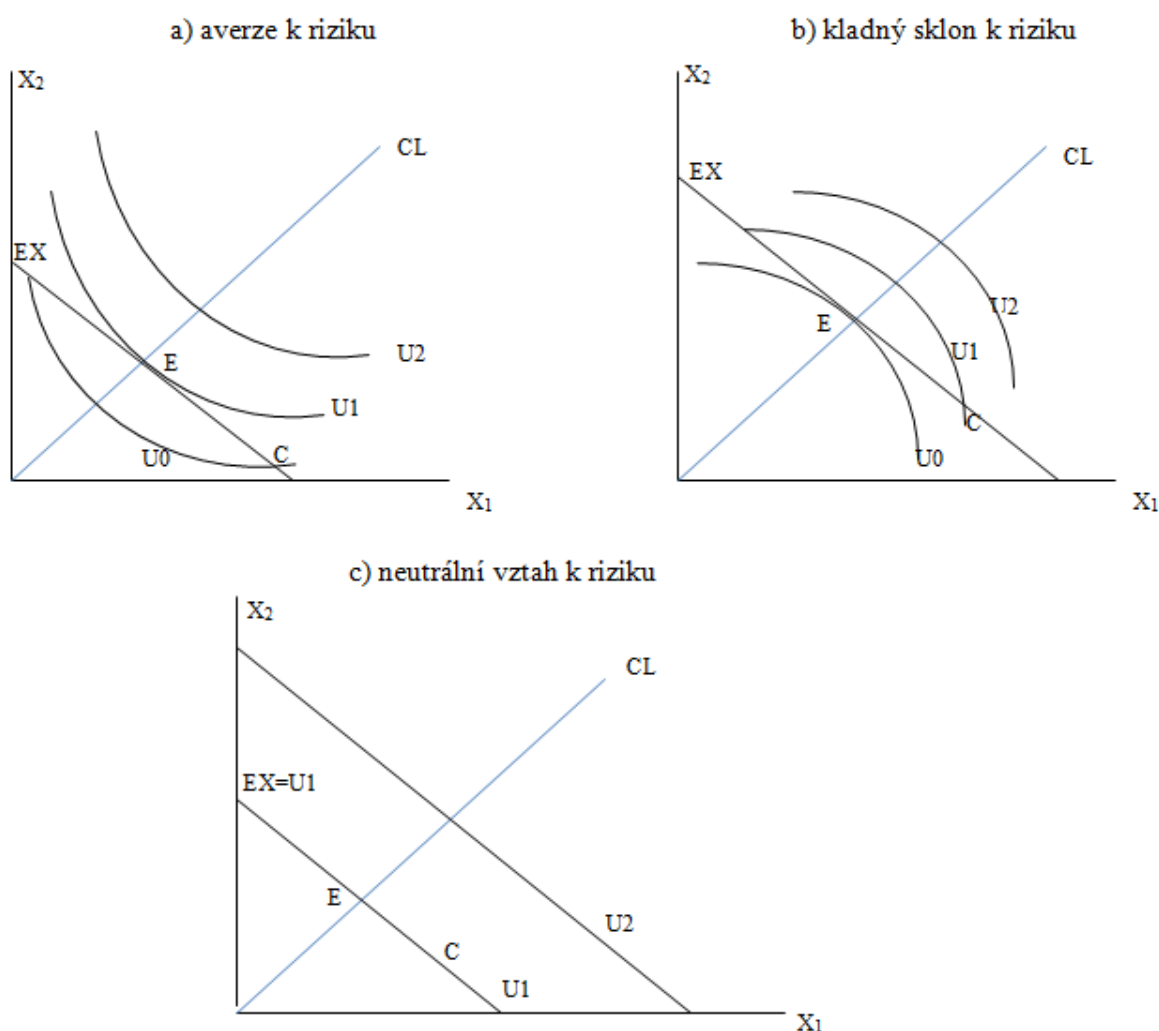
Kohout (Kohout, 2013, s. 18) obdobně popisuje: „*Vyžadujeme-li vysoký výnos, musíme podstoupit vysoké riziko. Podstoupíme-li vysoké riziko, nemáme žádnou záruku, že dosáhneme vysokých výnosů*“.

V praxi převažuje rizikově averzní přístup, kdy investor je ochoten vzdát se výnosnější investice za cenu jistějšího, byť nižšího, výnosu.

Velmi užitečným nástrojem pro vyjádření a analýzu rozhodování v podmínkách rizika je **indiferenční analýza**. V teorii rozhodování za rizika vyjadřuje indiferenční křivka stejný očekávaný užitek, kterého je dosaženo díky získání určitého výnosu X_1 nebo X_2 v závislosti na situaci, které nastane. (Soukupová, 2004, s. 127)

V závislosti na každém, kdo se rozhoduje, resp. jeho přístupu k riziku je pak dán tvar indiferenční křivky. Následující grafy zobrazují indiferenční křivky dle jednotlivých přístupů k riziku, tj. averze k riziku, kladný sklon k riziku a neutrální vztah k riziku.

Graf. č. 6 Tvary indiferenčních křivek v závislosti na přístupu k riziku



Zdroj: Soukupová J., Mikroekonomie 2004, s. 128

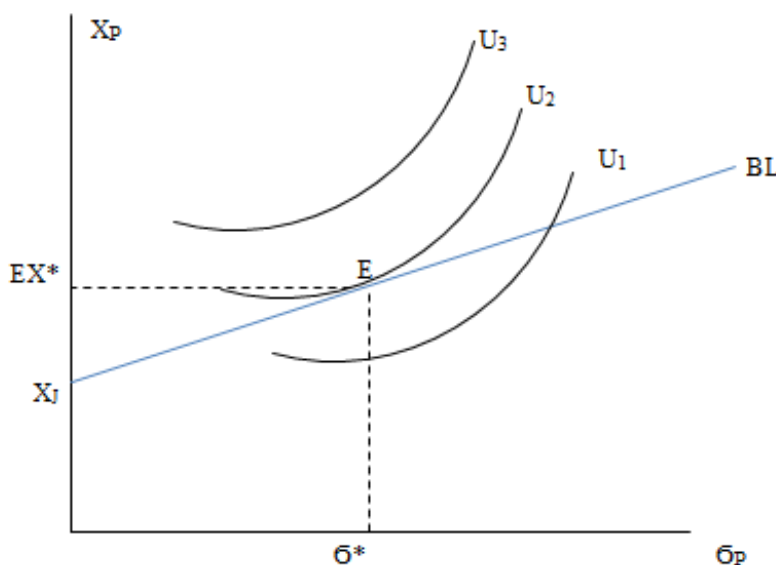
kde X_1 a X_2 jsou výnosy z jedné a druhé situace; CL je přímka jistoty představující shodné výnosy v obou uvažovaných situacích; EX je přímka stejného očekávaného výnosy a představuje stejný očekávaný výnos v obou situacích; bod C představuje riskantní a bod E jistou alternativu rozhodnutí; U jsou značeny indifferenční křivky. Bod C i E leží na téže přímce očekávaného výnosu, tedy očekávaný výnos riskantní alternativy je stejný, jako výnos jisté alternativy. Ten, kdo riziko odmítá, nepřistoupí na riskantní alternativu a z toho vyplývá, že bod C musí ležet na nižší indifferenční křivce, než bod E. *Indifferenční křivka člověka s averzí k riziku je konvexní k počátku.* (Soukupová, 2004, s. 127). Lidé s kladným sklonem k riziku dávají přednost riskantnější alternativě, tedy bod C musí ležet na vyšší indifferenční křivce, než bod E. V případě neutrálního vztahu k riziku poskytují obě varianty stejný užitek a indifferenční křivky jsou rovnoběžné přímky.

Vztah mezi rizikem a výnosem v indifferenční analýze

Při snaze o znázornění vztahu mezi rizikem a výnosem znázorňuje indifferenční křivka kombinace rizika a výnosů, které přinášejí stejný užitek. Standardně se předpokládá záporný vztah k riziku, tedy averze k riziku. *V takovém případě platí, že větší očekávaný výnos užitek zvyšuje a větší směrodatná odchylka ho snižuje.* (Soukupová, 2004, s. 135).

Následující graf zobrazuje volbu mezi rizikem a výnosem rizikově averzního člověka

Graf. č. 7. Volba mezi rizikem a výnosem a očekávaný výnos za předpokladu podstoupení rizika rizikově averzním investorem



Zdroj: Soukupová J., *Mikroekonomie* 2004, s. 137

kde X_p je výnos; σ_p směrodatná odchylka vyjadřující riziko; U jsou značeny indiferenční křivky vyjadřující kombinace rizika a výnosů, které přinášejí stejný užitek; BL označuje linii rozpočtu, což je přímka vyjadřující kombinace výnosů rozhodnutí a rizika s ním spojeného; X_J značí výnos bezrizikový, resp. jistou variantu (riziko = 0). Linie rozpočtu má kladnou směrnici, neboť s růstem výnosu roste rizikovost, resp. směrodatná odchylka.

Optimální rozhodnutí mezi výnosem a rizikem za předpokladu averze k riziku je značeno bodem E , kdy se linie rozpočtu dotýká nejvyšší indiferenční křivky.

3.5.1 Promítání, měření rizika

Investiční rozhodování, zejména pak jeho fáze identifikace, kvantifikace a implementace rizik je ovlivněna právě existencí AI. Je proto nezbytné AI zohlednit již v očekávaném investičním riziku, jež investor postupuje, resp. zahrnout je do vyhodnocování hodnotících kritérií.

Zohlednění investičního rizika je nutné promítnout do konkrétního kritéria, které používáme pro hodnocení efektivnosti investičních projektů, např. do čisté současné hodnoty investičního projektu. Použity mohou být různé postupy:

- 1) přímé promítání rizika
- 2) nepřímé promítání rizika

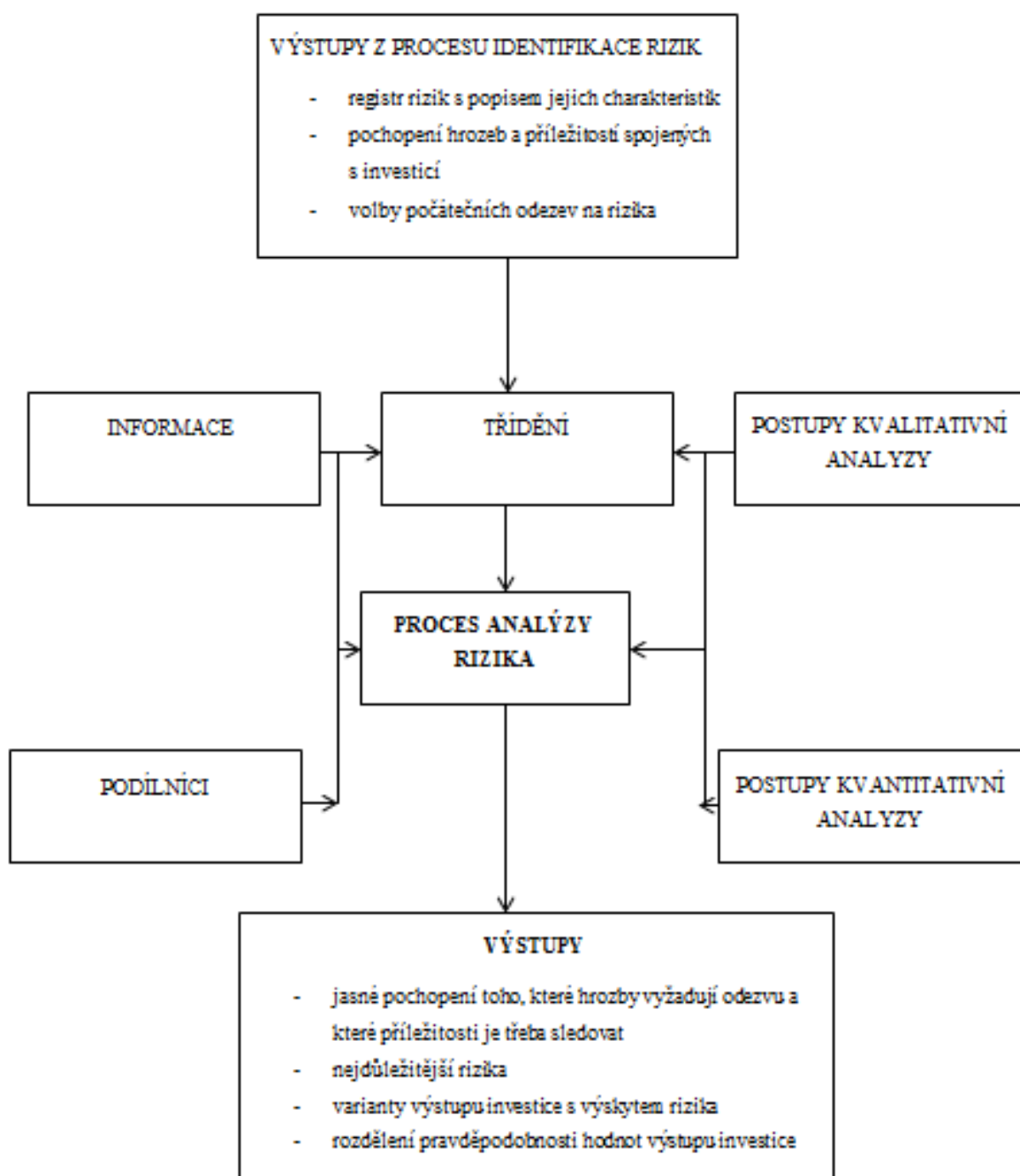
Přímé promítání rizika do investičního projektu spočívá v tom, že se výslovně vyjádří riziko každého projektu (pomocí rozptylu, směrodatné odchylky či variačního koeficientu) a vzájemným porovnáním stupně rizika se uskuteční investiční rozhodnutí

Nepřímé promítání rizika je založeno na tom, že se upraví diskontní sazba o riziko a po této úpravě se určí čistá současná hodnota. Investiční projekt je pak hodnocen jednou veličinou zohledňující riziko (Valach, 2010, s. 198)

Proces kvantifikace a analýzy rizika zahrnuje vyhodnocení rizik a vzájemné působení rizik při vyhodnocení možných výstupů. Dawson (1995) tvrdí, že cíle v řízení rizika jsou důležitou součástí analýzy rizika.

Následující schéma popisuje proces kvantifikace rizik a analýzu procesu rozhodování (Merna, 2007).

Schéma č. 4 Kvantifikace rizika a analýza procesu



Zdroj: Merna T., *Risk management*, 2007, s. 32

Jedním ze základních principů ke snížení, eliminaci investičního rizika (zejména pak hovoříme-li o finančních investicích) je diverzifikace, tj. rozčlenění investované částky do více investičních příležitostí.

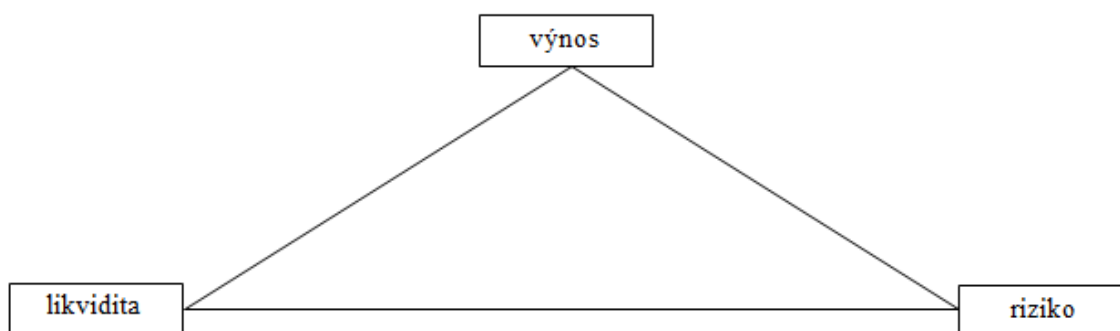
Diverzifikace vyžaduje vynaložení zdrojů a vede k jejich rozptýlení na více aktivit. Otázkou je, které aktivity v portfoliu jsou efektivní, to znamená, že transformace vstupů na výstupy umožňují podniku dosahovat konkurenční výhodu nebo alespoň zabezpečují jeho konkurenceschopnost, a které aktivity jsou jen spotřebovatelé zdrojů bez adekvátního efektu (Zuzák, Königová, 2009, s. 171).

Investování do FKI je podmíněno několika kritérii. Investovat může pouze kvalifikovaný investor a investice musí odpovídat minimálně částce 125 000 EUR. ZOISIF stanovuje (na rozdíl od ZOKI), že investice do FKI mohou být nabízeny veřejně, ovšem musí být výslovně při nabídce upozorněno, že investice je určena pouze pro kvalifikované investory. Investování do FKI, stejně jako každá investice je realizováno z důvodu dosažení co nejvyššího výnosu. Všeobecně platný tzv. „investiční trojúhelník“ je klíčovou záležitostí i investora investujícího do FKI, tedy sledování výnosnosti, rizikovosti a likvidity dané investice.

Pro účely analýzy investování do fondů kvalifikovaných investorů bude předpokládán rizikově averzní investor, jehož snahou je maximalizovat výnos při podstoupení minimálního rizika. Vzhledem k výši investice, která v případě FKI musí činit minimálně 125 000 EUR lze předpokládat ochotu investora podstoupit investici v delším časovém horizontu, resp. minimální časový horizont investice bude chápán 1 rok. Pro rozhodování investora tedy nadále bude klíčová výnosnost a rizikovost investice. Likvidita vložených prostředků bude podmíněna 1 rokem.

Vztah mezi požadovaným výnosem, podstoupeným rizikem a likviditou znázorňuje následující schéma:

Schéma č. 5 Investiční trojúhelník



Zdroj: Syrový, Novotný (2005, s. 116)

Výkonnost fondů kvalifikovaných investorů je nejdůležitějším kritériem při výběru fondů investorem, stejně jako pro management fondů s ohledem na snahu o udržení konkurenceschopnosti fondů. *Výnosnost investice do fondu je závislá na 2 faktorech* (Valach, 2010, s. 274):

1. *výnosnosti jednotlivých portfoliových investic fondu*
2. *na podílu jednotlivých investic na kapitálovém výdaji celého portfolia fondu.*

Oba faktory jsou plně v rozhodnutí obhospodařovatele FKI, investor může usuzovat na kvalitu rozhodování managementu obhospodařovatele až na základě vývoje hodnoty fondu. Pro možnost posouzení kvality složení portfolia by měl obhospodařovatel fondu, resp. IS zveřejnit investorům detailní složení portfolia zahrnující zejména: typ finančního instrumentu, jeho podíl v portfoliu fondu a očekávaný výnos z tohoto instrumentu. Pro minimalizaci rizika výběru fondu s rizikovým portfoliem je nezbytností důkladný popis investiční strategie fondu vč. stanovení investičních limitů, které je fond povinen dodržovat.

3.5.2 Kvantitativní metody měření investičních rizik

K měření rizika finanční investice je možno využít více způsobů, nejčastěji se však v souvislosti s vyjádřením rizika využívá pojmů: volatilita, směrodatná odchylka a rozptyl, tedy **statistické metody měření rizika**.

Slovo volatilita pochází z latinského „volare“ – létat. *Volatilita je číslo, které udává míru kolísavosti, jeho klasickým způsobem výpočtu je stanovení standardní odchylky historických výnosů za dané období. Volatilita vypočtené z minulých výnosů je pouze odhadem budoucí volatility, tento odhad však nemusí být přesný* (Kohout, 2013, s. 123).

Častým indikátorem rizika je směrodatná odchylka (rozptyl) peněžních příjmů, opírající se o pravděpodobnostní rozdělení peněžních příjmů z investice a průměrný očekávaný peněžní příjem. *Riziko jednotlivého investičního projektu lze vyjádřit jako nebezpečí, že dosažené výdaje a peněžní příjmy budou odlišné od předpokládaných* (Valach, 2010, s. 186).

Směrodatná odchylka představuje druhou odmocninu rozptylu peněžních příjmů. Rozptyl peněžních příjmů investičního projektu je pak součet druhých mocnin odchylek

jednotlivých peněžních příjmů od průměrného příjmu násobených mírou pravděpodobnosti těchto příjmů. Matematicky vyjádřeno (Valach, 2010, s. 189):

$$\sigma^2 = \sum_{j=1}^N (P_j - \bar{P})^2 * p_j$$

kde

σ^2 rozptyl očekávaných peněžních příjmů z investičních variant

N počet variant očekávaných peněžních příjmů

j jednotlivé varianty očekávaných peněžních příjmů

P_j jednotlivé očekávané peněžní příjmy u různých variant

\bar{P} průměrná očekávaná hodnota peněžních příjmů z investičního projektu

p_j pravděpodobnost vzniku jednotlivých očekávaných příjmů.

Analýza citlivosti

*Při hodnocení rizikovosti investičního rozhodování je užitečným nástrojem **analýza citlivosti**. Podstatou analýzy citlivosti v investičním rozhodování je zjišťování citlivosti zvoleného kritéria na možné změny hodnot faktorů rizika, které dané kritérium ovlivňují. V praxi to znamená stanovit, jak určité změny faktorů ovlivňují dané kritérium. Základní formou analýzou citlivosti je jedno-faktorová analýza, pomocí níž se zjišťují dopady izolovaných změn jednotlivých rizikových faktorů na zvolené finanční kritérium, tj. za předpokladu, kdy všechny ostatní faktory zůstávají neměnné (Hnilica, Fotr, 2009, s. 32).*

Změny hodnot jednotlivých rizikových faktorů pak mají ideálně povahu:

- pesimistických a optimistických hodnot, příp.
- odchylek od plánovaných (nejpravděpodobnějších) hodnot určité velikosti, např. ve velikosti $\pm 10 \%$.

Nevýhodou analýzy citlivosti může být „oddělenost“ zkoumání jednotlivých faktorů ovlivňujících rizikovost budoucí investice a abstinence vlivu provázanost vlivů jednotlivých faktorů.

What – if analýza

What - if analýza je praktickým rozšířením analýzy citlivosti. Nemění se postupně pouze hodnoty jednotlivých vstupních veličin ovlivňujících zvolené finanční kritérium, ale zjišťují se obvykle dopady současných změn dvou nebo více veličin. Každá kombinace hodnot vstupních veličin pak vytváří určitou situaci, která může v budoucnosti nastat. *Obvykle se vychází ze znalosti objektu analýzy rizika a volby situací, jejichž zjištěné dopady mohou nejvíce přispět k poznání a posouzení rizika.* (Hnilica, Fotr, 2009, s. 57).

I když je What-if analýza užitečným nástrojem analýzy rizika, nelze opomenout její nedostatky:

- volba změn veličin ovlivňujících zvolené cílové finanční kritérium závisí pouze na subjektivním úsudku manažera či analytika;
- pro získání kvalitní představy o variabilitě zvoleného finančního kritéria by bylo nezbytné vytvořit ne desítky, nýbrž stovky, nebo tisíce možných scénářů;
- výsledky získané pomocí what-if analýzy tak nemohou poskytnout manažerům dostatečně průkazné podklady, na základě kterých by bylo možné učinit kvalifikované doporučení či rozhodnutí.

Pro zajištění kvalitnějšího rozhodnutí je vhodné využít i dalších metod analýz, a to zejména „scénáře“ a „simulace Monte Carlo“.

Analýza scénářů

Scénáře popisují obrazy budoucnosti tvořené konzistentními prvky a jejich vazbami v rámci souboru specifikovaných předpokladů. *Cílem scénářů je poskytnout strukturovaný pohled na vývoj okolí, ve kterém se podnik pohybuje, a na zásadně odlišné možnosti tohoto vývoje, umožňující zvýšit kvalitu přípravy jeho strategických rozhodnutí.* (Hnilica, Fotr, 2009, s. 59)

V praxi se lze setkat se dvěma základními typy scénářů:

- kvalitativní scénáře,
- kvantitativní scénáře.

Kvalitativní scénáře představují dlouhodobé vize vývoje, obvykle v podobě slovních popisů. Cílem tvorby těchto scénářů je zejména jejich využití jako podpory rozhodování za rizika a nejistoty a pocit rozšířit okruh myšlení.

Kvantitativní scénáře představují vzájemně konzistentní kombinace hodnot klíčových faktorů rizika. Jako nástroj zobrazení kvantitativních scénářů se obvykle užívají pravděpodobností stromy.

Tab. č. 3 Charakteristiky kvalitativních a kvantitativních scénářů

<i>Charakteristika</i>	<i>Scénáře</i>	
	<i>Kvalitativní</i>	<i>Kvantitativní</i>
Povaha scénářů	Důraz na širší, makroekonomické a globální faktory změn, Dlouhodobější orientace (5 až 10, případně až 20 let).	Zaměřeny na specifická rizika a nejistoty ovlivňující rozhodování, Obecně krátkodobější povahy (v závislosti na době, ke které se vztahují dopady rozhodnutí)
Proces tvorby scénářů	Důraz na divergentní myšlení a širší perspektivy, široké využívání externích specialistů a konzultantů.	Uplatnění analytických a na datech založených technik, Důraz na interní specialisty a na odvětvové, resp. oborové experty.
Využití scénářů	Generování nových strategických myšlenek, Tvorba sdíleného vědomí možných budoucností a potřeby změn.	Stanovení dopadů rizikových rozhodnutí (př. investičních projektů) pro každý scénář, jejich hodnocení a výběr.

Zdroj: Hnilica, Fotr, 2009, s. 60

Simulace Monte Carlo

Existuje-li více významných rizikových faktorů ovlivňujících výsledky analýzy rizika, nelze uplatnit scénáře jako nástroj analýzy rizika. Východiskem je využití simulace Monte Carlo, jejíž podstatou je generování velkého počtu scénářů (i tisíců) a propočtení hodnot

finančních kritérií pro každý scénář. Výstupem bývá grafické zobrazení rozdělení pravděpodobnosti finančních kritérií a jejich statistické charakteristiky k celému souboru scénářů. (Hnilica, Fotr, 2009, s. 71)

Postup simulace Monte Carlo:

1. tvorba matematického modelu objektu analýzy rizika a zpracování jeho programu v MS Excelu. Model mívá podobu v případě investičního rozhodování např. výkazu zisku a ztrát, rozvahy či peněžních toků,
2. stanovení klíčových faktorů rizika, tedy těch vstupních veličin, které významně ovlivňují nejistotu výstupů,
3. stanovení rozdělení pravděpodobnosti klíčových faktorů rizika. Rozdělení pravděpodobnosti může mít tabulkový tvar (u diskrétních faktorů rizika, tj. faktorů s několika málo hodnotami), u spojitých rizikových faktorů se obvykle volí určitý typ pravděpodobnosti a je nezbytné zadat jeho parametry;
4. stanovení statistické závislosti faktorů rizika pro případ, kdy hodnoty určitých faktorů závisí na některých jiných faktorech,
5. vlastní proces simulace s využitím počítačového programu. Proces je tvořen značným počtem simulačních kroků, které se opakují. V každém kroku program generuje hodnoty rizikových faktorů a jejich rozdělení pravděpodobnosti (tedy tvoří určitý scénář). Následně je získán výsledek v grafické (zejména rozdělení pravděpodobnosti finančních kritérií) i číselné podobě (hodnoty rozptylu, směrodatné odchylky a variačního koeficientu a pravděpodobnost, s jakou se nedosáhne či překročí určitá požadovaná hodnota kritéria).

Simulace Monte Carlo představuje užitečný nástroj analýzy rizika, jenž pomáhá zvýšit kvalitu rozhodnutí realizovaných za rizika a nejistoty. Pozitivem je zejména kvalitní poznání rizikové stránky objektu rozhodování, negativem naopak značná pracnost a obtížnost. Výhradou dále může být, že nejvýznamnější faktory rizika, které ovlivňují výsledky analýzy rizika, jsou na základě minulosti nepředvídatelné a také fakt, že simulace může vést ke kvantifikaci nesprávných rizik.

3.5.3 Kritéria hodnocení a výnosnosti FKI

Základním ukazatelem výkonnosti fondu, tedy prvotní informací, která investorovi vypovídá o úspěšnosti investiční strategie fondu je (Valach, 2010):

- hodnota podílového listu nebo
- čistá hodnota aktiv (také označováno jako čisté obchodní jmění).

Hodnota podílového listu je stanovena jako poměr celkového vlastního kapitálu (VK) fondu a počtu emitovaných podílových listů v ks:

$$\text{hodnota PL} = \frac{\text{celkový VK}}{\text{Počet PL}}$$

Čistá hodnota aktiv (ČHA) vyjadřuje, kolik majetku fondu po odečtení závazků fondu připadá na 1 podíl. Hodnota může být v čase značně proměnlivá v závislosti na změnách tržní hodnoty aktiv, jejich přecenění (Valach, 2010, s. 274).

$$\text{ČHA} = \frac{\text{Tržní hodnota aktiv} - \text{závazky}}{\text{Počet PL}}$$

Zjištěná výkonnost fondu mnohdy důrazně deklarovaná ze strany investiční společnosti však není zcela relevantní informací pro investora, neboť ten musí zohlednit navíc např. výši poplatků při nákupu či odkupu podílových listů, což pochopitelně jeho výnos snižuje. ZOISIF závazně stanovuje aktuální hodnotu PL jako podíl fondového kapitálu PF připadající na 1 PL, přičemž základnou pro výpočet aktuální hodnoty PL je fondový kapitál podílového fondu ke dni výpočtu aktuální hodnoty. Ve fondovém kapitálu se zohledňuje časové rozlišení běžných nákladů, zejména poplatky vedené ve statutu (př. úplata za obhospodařování, administraci, výkon depozitáře, audit a očekávaná daňová povinnost ke dni výpočtu aktuální hodnoty).

Charakteristickým znakem kvalifikovaného investora je jeho „kvalifikovanost“, resp. znalost investování, tj. pro kvalifikovaného investora není zdaleka dostačující znalost aktuální výkonnosti fondu, nýbrž nezbytná je také znalost jeho rizikovosti. Základním ukazatelem ke zjištění rizikovosti fondu (resp. jeho portfolia) je zjištění kolísání jeho výnosnosti. Pro tyto účely lze využít směrodatné odchyly a rozptylu (Hnilica, Fotr, 2009, s. 249):

$$\sigma^2 = \sum_{j=1}^N (P_j - \bar{P})^2 * p_j$$

kde

σ^2 rozptyl očekávaných peněžních příjmů z investičních variant

N počet variant očekávaných peněžních příjmů

j jednotlivé varianty očekávaných peněžních příjmů

P_j jednotlivé očekávané peněžní příjmy u různých variant

\bar{P} průměrná očekávaná hodnota peněžních příjmů z investičního projektu

p_j pravděpodobnost vzniku jednotlivých očekávaných příjmů.

Směrodatná odchylka je pak definovaná jako druhá odmocnina z rozptylu.

Komplexnějším ukazatelem hodnocení fondu s přihlédnutím na riziko jsou:

- Sharpův poměr a
- Treynorův poměr.

Sharpův poměr porovnává „nadměrnou“ výnosnost portfolia fondu s jeho směrodatnou odchylkou. Nadměrným výnosem fondu je myšlen výnos nad bezrizikovou výnosovou míru (zpravidla výnos státních pokladničních poukázek). Sharpův poměr má tento tvar:

$$S = \frac{V_p - V_b}{\sigma_p}$$

kde S je Sharpův poměr

V_p je výnosová míra portfolia fondu

V_b je výnosová míra bezriziková

σ_p je směrodatná odchylka portfolia

Z charakteru výpočtu vyplývá, že čím vyšší hodnota poměru, tím vyšší výnos fondu při zohlednění rizika. (Valach, 2010, s. 275)

Treynorův poměr předpokládá existenci pouze systematického rizika (neboť jedinečné riziko je odstraněno pomocí vhodné diverzifikace) a porovnává tak dodatečnou výnosovou míru portfolia fondu s faktorem β portfolia (ten vyjadřuje citlivost výnosnosti fondu na výnosnost všech akcií na trhu).

Podstatnou informací pro investora je dále ukazatel nákladovosti fondu, díky kterému může investor získat představu o efektivitě hospodaření fondu. K vyjádření nákladovosti

fondů je využit ukazatel celkové nákladovosti fondu TER, jehož povinnost výpočtu stanovuje ČNB vyhláškou.

$$TER = \frac{\text{celková výše nákladů}}{\text{průměrná měsíční hodnota fondového kapitálu}}$$

Kde celkovou výší nákladů se rozumí součet nákladů na poplatky a provize, správních nákladů a ostatních provozních nákladů.

Z výše uvedeného je patrné, že aby mohl investor kvalitně vyhodnotit předpokládanou výnosnost a rizikovost investice, musí disponovat značně rozsáhlými a především kvalitními informacemi. Zkoumáním kvality a rozsahu těchto informací se zabývá následující část disertační práce.

4. Legislativní základna FKI jako potenciální zdroj vzniku AI

4.1 Vývoj legislativní základny FKI od kupónové privatizace po současnost

Rozvoj kolektivního investování v České republice je bezpochyby nejvíce spojen s kupónovou privatizací v letech 1991 – 1994 (první a druhá vlna kupónové privatizace). V této době se české hospodářství výrazně měnilo, neboť více než 1700 státních podniků se transformovalo na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými cennými papíry.

Řadovému občanovi se tak po mnoha letech otevřela možnost investovat prostředky do některé ze společností a získat prostřednictvím tzv. kupónů v ní podíl. Nakládat s kupóny mohl občan sám, případně se mohl svěřit do péče fondů nebo investičních společností, což pochopitelně využívali investoři bez zkušeností.

První vlny kupónové privatizace se zúčastnilo více než 400 fondů, které získaly asi 73 % celkového majetku přiděleného pro první vlnu. V druhé vlně na 353 fondů připadlo 65 % privatizovaného majetku. Zatímco první vlny privatizace se směly účastnit pouze investiční fondy mající formu akciové společnosti (tedy právní subjektivitu), do druhé vlny směly vstoupit i fondy podílové, tj. fondy bez právní subjektivity založené investičními společnostmi. Většina z nich byla tzv. otevřenými podílovými fondy (Hanzlík, 2009, s. 8).

Po skončení kupónové privatizace docházelo často k přeměnám fondů na jiné právní subjekty, tzv. holdingy a fondy působily často spíše jako venture capital fondy, než jako portfolio investoři⁷. V této době je však také častěji zaznamenáván pojem tunelování a řada fondů se dostává do likvidace (Jílek, 2009).

V roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry (KCP) a převzala tak činnost, kterou doposud vykonávalo Ministerstvo financí (MF). V začátku svého působení KCP zavedla značně přísnou regulaci, vzhledem k dosavadnímu nevyhovujícímu stavu, což pomohlo k pročištění trhu. V této době se majorita správy fondů koncentrovala do bankovních skupin.

Teprve od roku 1999 došlo ke vzniku několika nových podílových fondů obhospodařovaných menšími investičními společnostmi a zároveň do ČR začaly masivněji

⁷ *Venture capital – rizikový a rozvojový kapitál, investuje se výhradně do společností, jež nejsou veřejně obchodované. Fond vstupuje do vybraného podniku navýšením jeho základního kapitálu, čímž podnik získá potřebné zdroje. Podíl na základním kapitálu je obvykle nadpoloviční a fond tak podnik kontroluje. V případě úspěchu stoupne hodnota společnosti a fond svůj podíl prodá s velkým ziskem.*

pronikat zahraniční subjekty. Jejich působení následně podmínila zejména novela č. 362/2000 Sb. zákona o investičních společnostech a investičních fondech z roku 2000 (Zákon č. 362/2000; 2000)

V letech 1998 a 2000 díky novele č. 124/1998 Sb. zákona o kolektivním investování se zavedlo opatření, které zavádělo povinnost přeměnit investiční fondy (vzešlé z kupónové privatizace) a uzavřené podílové fondy na podílové fondy otevřeného typu. (Zákon č. 124/1998; 1998) Po roce 2002 se tak ČR nacházela ve stavu, kdy trh kolektivního investování byl charakterizován výhradně podílovými fondy.

Milníkem je až Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování, který nahradil původní zákon č. 248/1992 ve znění pozdějších předpisů, který opět zavedl institut investičního fondu a uzavřeného podílového fondu. Zákon dále nově definoval speciální fond cenných papírů, speciální fond rizikového kapitálu, speciální fond nemovitostí, speciální fond derivátů, speciální fond fondů, speciální fond zvláštního majetku a speciální fond smíšený. Úprava speciálních fondů byla značně omezená, nicméně jednalo se o snahu rozšíření nabídky investičních nástrojů a zvýšení konkurenceschopnosti České republiky na poli kapitálového trhu (Zákon č. 189/2004;2004).

Dnem přistoupení České republiky do Evropské Unie (EU) vstoupil v platnost Zákon č. 189/2004 Sb. O kolektivním investování (ZOKI). Zákon tvořil stěžejní pilíř pro úpravu kolektivního investování v České republice. Mimo jiné vymezoval typy a fungování fondů kolektivního investování, podmínky pro vznik podílových i investičních fondů a základní pravidla jejich obhospodařování. Co se týče fondů kvalifikovaných investorů (FKI), byl jim v porovnání s aktuální legislativou věnován poměrně malý prostor. V roce 2013 vstoupil v platnost nový Zákon č. 240/2013 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech (tzv. ZOISIF), který nahradil původní Zákon č. 189/2004 Sb. O kolektivním investování. Ten byl tímto zrušen.

Již od plánování vstupu ČR do EU se zaměřovaly snahy vrcholných činitelů státu a odborných institucí kapitálového trhu, aby se postupně česká legislativa přiblížila a následně sjednotila s legislativou evropskou a v ČR tak mohlo vzniknout „fondové centrum“ (obdobně jako např. v Lucembursku) a legislativní prostředí umožňovalo ideální prostředí pro správu kapitálu, přilákalo prostředky ze zahraničí a tím mj. podpořilo ekonomickou situaci celé země. Tomu také odpovídaly bouřlivé diskuse nad otázkou zdaňování fondů. V období kupónové privatizace byly fondy zdaňovány sazbou 25 %, která byla snížena v roce 2000 na 15 % a od roku 2004 na 5 %. I přes takto nízkou daňovou sazbu nebyly fondy

konkurenceschopné v zahraničním měřítku, neboť v řadě zemí v Evropě nejsou příjmy fondu zdaněny vůbec. Snaha vytvořit v ČR fondové centrum je pochopitelně otázkou výhod pro ČR i z pohledu makroekonomického, neboť poskytuje i pro stát řadu výhod:

- poskytuje občanům (hovoříme-li o fondech nabízených veřejnosti) možnost kumulace úspor, zejména možnost získání spoření na penzi;
- umožňuje zvýšit příliv kapitálu do země, zvýšit zaměstnanost a umožnit obhospodařování kapitálu i mimo hranice země, neboť podstatné je, že obhospodařovatel má domicil v ČR. Vzorem v tomto může být Lucembursko;
- prostředí fondů kolektivního investování umožňuje zkvalitnění daňové kontroly, stejně jako kontrolu a evidenci nad alokací úspor.

Zásadním krokem implementace evropského práva do práva České republiky v oblasti kolektivního investování bylo přijetí direktivy MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, která zavádí společný regulatorní režim v oblasti kapitálových trhů v členských státech Evropské unie (Směrnice 2004/39/ES; 2004). Pro oblast kolektivního investování byla dále stěžejní tzv. direktiva UCITS (undertaking for collective investment) Směrnice Rady 85/611/EHS ze dne 20. 12. 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, která dávala možnost investičním společnostem členských států prodávat své produkty i na území ostatních členských států (Směrnice 85/611/EHS; 1985). Novelizace direktivy tzv. UCITS III se zaměřovala na ochranu investorů, velikost přiměřeného kapitálu investičních společností a pravidel používání outsourcingu. Direktiva kromě stanovení limitů na investice, pravidel kapitálové přiměřenosti zavedla také tzv. zjednodušený statut a povinnost zveřejňování ukazatele TER. Direktiva také přinesla určitou volnost manažerům fondů v oblasti pravidel a investičních postupů. Novelizace z 13. 1. 2009, tzv. UCITS IV zavedla plnou možnost pro investiční společnost obhospodařovat fond i v jiných zemích, než je domicil investiční společnosti. Nově také byl zaveden princip „master-feeder“ struktur, neboli struktur mateřského fondu a jeho „podfondů“. Z pohledu zveřejňování informací novela zavedla „klíčové informace pro investory“. Další směrnici byla Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), která se mj. věnovala i fondům kvalifikovaných investorů (Směrnice 2011/61/EU; 2011).

Vzhledem k nutnosti implementace rozsáhlé evropské legislativy vyvstala potřeba změny základní legislativy ČR, neboť zákon o kolektivním investování 189/2004 Sb. již v mnoha ohledech neodpovídal podmínkám vyplývajících ze slučování národní a evropské

legislativy. Zásadní změnou je tak vznik nového Zákona o investičních společnostech a investičních fondech (Zákon č. 240/2013 Sb., tzv. ZOISIF), který nahradil starý Zákon o kolektivním investování (Zákon č. 189/2004 Sb., tzv. ZOKI). Od počátku se diskusí ohledně ZOISIF účastnil i AKAT (Asociace pro kapitálový trh ČR), aby kromě implementace směrnice AIFMD zajistil implementaci vhodných nástrojů a prostředků pro efektivní správu a obhospodařování fondů (Zpráva o činnosti Asociace pro kapitálový trh za rok 2013/2014; 2014). Hlavní změny, které ZOISIF zavedl a zásadním způsobem tak ovlivňují kolektivní investování v ČR, vč. fondů kvalifikovaných investorů jsou:

- oddělení činnosti administrátora a depozitáře,
- nové členění fondů, zejména rozčlenění na fondy shromažďující peněžní prostředky od veřejnosti a fondy shromažďující peněžní prostředky od kvalifikovaných investorů. Obecně lze konstatovat, že v novém ZOISIF oproti ZOKI je fondům kvalifikovaných investorů věnována mnohem větší pozornost,
- možnost využití více právních forem pro fondy. ZOKI umožňoval pouze fondy kolektivního investování zakládat jako podílové fondy (tj. bez právní subjektivity), nebo investiční fondy v podobě akciové společnosti. Nově fond může mít podobu společnosti s ručením omezeným, družstva, evropské společnosti nebo komanditní společnosti
- definování tzv. svěřenského fondu⁸ a možnost vzniků tzv. podfondů.

Zákon (Zákon 240/2013; 2013) rozšířil flexibilitu investování pro potenciální investory tím, že rozšířil možnosti investování, předmětná aktiva a formy. Snahou také bylo (a nadále bude) implementovat do legislativy prostředky pro ochranu investorů. Pro větší zpřístupnění fondů kolektivního investování dalším investorům v rámci novely zákona o daních z příjmu s účinností od ledna 2014 došlo k prodloužení daňového časového testu z 6 měsíců na 3 roky⁹ a osvobození příjmu z prodeje CP do výše 100 tisíc CZK.

Hlavním důvodem takto rozsáhlé změny legislativy bylo zapracování evropské právní úpravy, zejména směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD). Díky tomuto zákonu tak došlo k rozsáhlé revizi dosavadní úpravy kolektivního investování, došlo ke změně dosavadní terminologie a rozšíření druhů fondů kolektivního investování. V porovnání se ZOKI je zde

⁸ Svěřenským fondem se má majetek vyčlenění z vlastnictví zakladatele a svěřený ke správě správci.

⁹ Časovým testem se chápe osvobození příjmu z prodeje CP, přesáhne-li doba mezi nabytím a převodem tohoto CP při jeho prodeji dobu 3 let.

také významně větší pozornost věnována úpravě fondů kvalifikovaných investorů. ZOISIF dále zrušil prováděcí předpisy v oblasti kolektivního investování (např. vyhláška č. 194/2011 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel v kolektivním investování). ZOISIF obsahuje zmocnění pro Českou národní banku k vydávání prováděcího předpisu, který upraví např.: požadavky na řídicí a kontrolní systém obhospodařovatele a administrátora, požadavky na jednání obhospodařovatele a administrátora, podrobnosti k obsahu a struktuře některých dokumentů a pravidla pro určení výše kapitálu investiční společnosti, samosprávného investičního fondu a hlavního administrátora.

4.2 Legislativní úprava FKI v kontextu AI

Je pochopitelné, že žádný zákon nemůže být postaven tak, aby zcela vylučoval vznik asymetrie informací. V následujícím textu bude analyzována právní úprava investování do FKI dle původního ZOKI a nového ZOISIF právě s ohledem na pravděpodobný výskyt asymetrických informací. Nejvýznamnější části zákonné úpravy, které dávají prostor vzniku AI vymezuje následující výčet:

1. osoba kvalifikovaného investora a její definice
2. požadavky na klíčové dokumenty, zejména statut fondu a výroční zpráva
3. stanovení a zveřejňování hodnoty PL

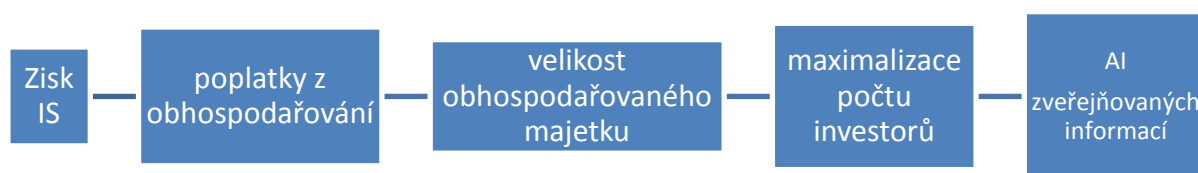
Prvním prostorem pro vznik AI je samotná otázka kvalifikovaného investora. Kromě výčtu kvalifikovaných investorů (typu banka, pojišťovna, zajišťovna, aj.) je kvalifikovaný investor popisován mj. takto:

- *dle ZOKI*: právnická osoba nebo fyzická osoba, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s CP; (Zákon 189/2004; 2004)
- *dle ZOISIF*: osoba, která učinila prohlášení o tom, že si je vědoma rizik spojených s investováním do toho FKI. (Zákon 240/2013; 2013)

V obou případech zákon dává investorovi prostor prohlásit se být kvalifikovaným investorem. Tj. pokud potenciální investor prohlásí, že si je vědom rizik spojených s investováním, může investovat do FKI; resp. je na rozhodnutí IS, zda jeho investici uzná. V době, kdy prvně vznikl koncept FKI se předpokládalo, že do těchto fondů budou investovat pouze zkušení investoři s praxí. Byla zákonem daná určitá benevolence pro

podmínky provozování, obhospodařování a investování FKI, neboť se předpokládalo, že investoři jsou kvalifikovaní a jsou schopni vyhodnotit rizika spojená s investováním. Investiční společnost měla za povinnost formou investičního dotazníku prokázat, že potenciální investor je kvalifikovaný, zkušený a na základě tohoto prověření doporučit jeho investici. Toto prověření je však v rozporu s faktem, že IS je tržní subjekt usilující o maximalizaci zisku. Bylo by zcela proti zájmu IS, aby odmítla potenciálního investora kvůli vědomí, že není dostatečně kvalifikovaný, resp. zkušený v oblasti investování. V zájmu získání co největšího počtu investorů je proto snahou IS poskytnout investorovi takové informace, které investora přesvědčí o realizaci investice, nikoliv naopak. Následující schéma zobrazuje vznik AI vyplývající ze snahy IS maximalizovat svůj zisk. Jelikož zisk IS je primárně dán poplatky z obhospodařování, jenž je navázán na velikost obhospodařovaného majetku, je v zájmu IS maximalizovat počet investorů. Za tímto cílem je zájmem společnosti předkládat potenciálním investorům takové informace, jež je motivují ke vstupu do fondu.

Schéma č. 6 Důvod pro vznik AI z pohledu IS maximalizující zisk



Zdroj: vlastní zpracování

ZOKI neumožňoval veřejné nabízení do FKI, aby nebyli osloveni investoři, kteří nejsou kvalifikovaní. ZOISIF již umožňuje veřejné nabízení za předpokladu, že je upozorněno, že investice je určena kvalifikovaným investorům.

ZOKI umožňoval zakládání FKI v podobě PF, nebo IF v podobě akciové společnosti. Dle ZOKI byly fondy kvalifikovaných investorů dílčí částí speciálních fondů kolektivního investování, ZOISIF jim dává větší prostor a již rozlišuje, že IF může být buď fond kolektivního investování, nebo fond kvalifikovaných investorů, tj. staví FKI jako samostatnou kapitolu. ZOISIF rozšířil možnost vytvoření FKI i na další podoby, a to kromě PF a akciové společnosti dále svěřenský fond, společnost s ručením omezeným, komanditní společnost, evropská společnost, nebo družstvo.

Zásadní prostor pro vznik AI dává stanovení zákonných požadavků na klíčové dokumenty fondů kvalifikovaných investorů, zejména pak požadavky na obsah:

- statutu fondu a

- výročních a pololetních zpráv.

Statut fondu je klíčový dokument, který obsahuje zejména investiční strategii fondu, popis rizik spojených s investováním a další údaje nezbytné pro investory. ZOISIF pro fondy kolektivního investování stanovuje požadavek, aby statut fondu kvalifikovaných investorů obsahoval (Zákon 240/2013 Sb, §220):

- údaje nutné k identifikaci obhospodařovatele, administrátora a deponitáře
- údaje nutné k identifikaci fondu
- investiční strategii, vč. investičních limitů
- rizikový profil fondu
- údaje o historické výkonnosti fondu
- zásady pro hospodaření fondu
- údaje o výplatě podílů na zisku nebo výnosech fondu
- údaje týkající se PL vydávaných fondem
- údaje o poplatcích účtovaných investorům a nákladech hrazených z majetku fondu
- údaje o pověření jiného výkonem jednotlivé činnosti, která spadá do obhospodařování
- další údaje nezbytné pro investory.

Rozsah těchto informací ZOISIF dále nespécifikuje, avšak stanovuje, že ČNB je oprávněna stanovit vyhláškou bližší požadavky k obsahu a struktuře statutu. Česká národní banka se ke statutu blíže vyjadřuje ve vyhlášce č. 246/2013 O statutu fondu kolektivního investování. ČNB výše uvedené základní části statutu blíže specifikuje (Vyhláška 246/2013; 2013). Z hlediska posouzení rizikovosti fondu je klíčové zejména vyhodnocení rizikového profilu fondu. Statut musí obsahovat popis investiční strategie a z ní vyplývající podstatná rizika, zejména úvěrové riziko, riziko nedostatečné likvidity, riziko vypořádání, tržní riziko, operační riziko a riziko koncentrace.

Vzhledem k faktu, že mnohé IS nezveřejňují veřejně statut fondu kvalifikovaných investorů, je jim k dispozici druhý, na informace také bohatý zdroj informací, a tím je výroční zpráva fondu. ZOISIF obdobně jako v případě statutu definuje základní, minimální strukturu informací obsažených ve výroční zprávě. Výroční zpráva dle zákona (Zákon 240/2013; 2013) obsahuje:

1. účetní závěrku ověřenou auditorem a zprávu auditora v plném znění
2. údaje o činnosti obhospodařovatele ve vztahu k majetku fondu
3. údaje o celkovém počtu PL vydaných fondem

4. údaje o celkovém počtu PL vydaných a odkoupených v účetním období
5. údaje o fondovém kapitálu na jeden PL
6. údaje o skladbě a změnách sklady majetku fondu
7. údaje o vývoji aktiv fondu
8. srovnání celkového fondového kapitálu a fondového kapitálu na 1 PL za uplynulá 3 účetní období
9. údaje o objemu závazků vztahující se k technikám obhospodařování
10. další podstatné údaje.

Bližší specifikace či podrobnosti k hloubce informací zákon nestanovuje a je tedy na obhospodařovateli, jak sdílný ve zprávě bude. Dominantními informacemi jsou opět zejména informace týkající se PL, fondovém kapitálu a aktivech fondu.

V porovnání se standardními fondy zákon stanovuje podmínku pravidelného zveřejňování aktuální hodnoty podílového listu FKI v časovém intervalu 1 rok (za předpokladu, že se nejedná o FKI investující do nemovitostí). Standardní fondy přitom ze zákona musí zveřejňovat hodnotu PL v intervalu 2 týdnů. Kvalifikovaný investor je obeznámený s faktem, že ke zhodnocení výnosnosti investice je nezbytné vyhodnocení rizika, které může být spojeno s kolísáním výkonosti fondu, resp. jeho předmětných aktiv, do nichž investuje. Pro vyjádření této rizikovitosti pomocí směrodatné odchylky je nezbytná znalost historických dat o vývoji hodnoty PL fondu. Jsou-li odchylky počítány z dvoutýdenních dat, dávají pochopitelně mnohem věrnější obraz o rizikovitosti kolísání investice, než jsou-li vypočítány z dat ročních. Vyjádřená rizikovost tak může být značně zkreslena a nemusí tak poskytovat potenciálnímu investorovi dostatečně kvalitní obraz.

ZOISIF uvádí, že personální obsazení IS musí být přiměřené povaze, rozsahu a složitosti jím vykonávaných funkcí a osoby, pomocí kterých IS vykonává svou činnost obhospodařovatele byly důvěryhodné a aby měly dostatečné znalosti a zkušenosti. Pro praktický výkon obhospodařovatele tak fakticky není nastaven přímý požadavek (např. počet let praxe, či vysokoškolské vzdělání). (Zákon 240/2013; 2013)

5. Analýza AI v procesu rozhodování potenciálního investora o investici do FKI

V rámci rozhodovacího procesu investora je prvním krokem zjištění širší nabídky investičních produktů v oblasti investování do fondů kvalifikovaných investorů. Pro tyto účely je rychlým zdrojem základních informací Česká národní banka. Existuje proto důvod pro ověření existence AI v oblasti prezentování informací o investičních společnostech a FKI na portálu ČNB.

Byla proto položena výzkumná otázka:

- *„Existuje asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky?“*

Zodpovězení této výzkumné otázky je cílem kapitoly 5.1 a metodologicky je zajištěno pomocí analýzy dat o IS a FKI zveřejňovaných na portálu ČNB v komparaci s maximálním množstvím informací, které mohou být takto u ČNB v seznamech zveřejněny. Pomocí syntézy takto komparovaných dat je zjištěn výskyt AI u jednotlivých typů informací.

Snahou potenciálního investora zvažujícího investici do FKI je pochopitelně získat maximální množství informací o daném fondu, stejně jako o jeho obhospodařovateli, tedy FKI. Tyto informace lze získat z více zdrojů, především však se jedná o klíčové dokumenty:

- statut fondu,
- výroční zpráva o hospodaření fondu,
- sdělení klíčových informací.

Kvalita a hloubka informací zveřejňovaných v těchto dokumentech, stejně jako způsob jejich zpřístupnění je plně v kompetenci obhospodařovatele fondu (pochopitelně s přihlédnutím k nutnosti plnit minimální informační povinnost danou ZOISIF (Zákon 240/2013; 2013) a vyhláškou (Vyhláška 246/2013; 2013).

Byla proto položena výzkumná otázka:

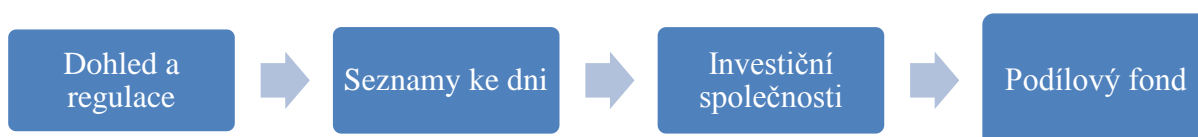
- *„Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?“*

Zodpovězení této výzkumné otázky je realizováno pomocí analýzy způsobu zveřejňování těchto klíčových dokumentů mezi jednotlivými IS. Výsledky této analýzy jsou předmětem kapitoly 5.2.

5.1 Informace o investičních společnostech a FKI na portálu ČNB

Zjištění existence AI v oblasti zveřejňování informací o IS a FKI na portálu ČNB je metodologicky zajištěno pomocí realizace analýzy zveřejňování reálných informací o investičních společnostech a informací o fondech kvalifikovaných investorů na webových stránkách České národní banky. Schéma č. 7 znázorňuje proces získání těchto informací na stránkách www.cnb.cz. Informace jsou dostupné v sekci dohled a regulace, kde lze vygenerovat seznamy ke zvolenému dni. V rámci seznamů pak v první kroku lze získat seznam aktuálních investičních společností, základní informace o nich vč. seznamu obhospodařovaných fondů. V rámci těchto informací pak lze v dalším kroku získat podrobnější informace o jednotlivých fondech.

Schéma č. 7 Proces získání dat potenciálním investorem prostřednictvím ČNB



Zdroj: vlastní zpracování, data Česká národní banka (struktura přístupu na www.cnb.cz),

Po provedení analýzy výskytu jednotlivých informací u jednotlivých IS následuje syntéza zjištěných dat, která popisuje aktuální situaci kvality zveřejňování informací na www.cnb.cz a popisuje konkrétní AI.

5.1.1 Informace o investičních společnostech na portálu ČNB

První a základní zdroj informací, který investorovi poskytuje přehled o aktivních investičních společnostech, výčet jednotlivých fondů a základní informace (zejména kontaktní) poskytuje ČNB na svých webových stránkách www.cnb.cz v sekci „Dohled a regulace“, kde vede evidenci subjektů kapitálového a peněžního trhu. Jelikož se jedná pouze o základní a přehledové informace, není podstatné analyzovat kvalitu informací, pro analýzu je použito jediné kvantitativní kritérium

- skutečnost zveřejnění informace.

Maximum informací, které investor může takto získat je 20. Tyto informace jsou následující: Typ subjektu, IČ, Název, Adresa sídla, Kontaktní adresa, Telefon, Fax, E-mail, Webové stránky, Číselný kód, Znakový kód, Typ oprávnění k činnosti, Důvod oprávnění k činnosti, Datum oprávnění k činnosti, Datum právní moci rozhodnutí, Typ subjektu podle přímého vlastnictví, Druh subjektu, Související vazby, Další role subjektu a Přeshraniční služby.

Podrobné výsledky analýzy jednotlivých investičních společností jsou součástí příloh č. 1 – 5. V každé příloze je analyzováno množství zveřejňovaných informací o investičních společnostech s uvedením, zda je daná informace zveřejněna (A/N) a pokud ano, je uvedena konkrétní informace.

Syntéza analyzovaných informací umožňuje získat informace o existenci AI při zveřejňování každé jednotlivé informace z 20 možných. Výsledky této syntézy jsou znázorněny v následující tabulce. Poslední dva sloupce vpravo vyčíslují existenci AI dle jednotlivé informace (informace 1 – 20). Poslední dva řádky vyčíslují existenci AI dle jednotlivých investičních společností.

Tab. č. 4 Syntéza analyzovaných informací a vyhodnocení existence AI zveřejňovaných informací o investičních společnostech na www.cnb.cz k 31. 12. 2014

	Druh informace/IS	AVANT	IS CS	J&T	QI	WOOD	zveřejněné info	% zveřejnění
1.	Typ subjektu	A	A	A	A	A	5	100%
2.	IČ	A	A	A	A	A	5	100%
3.	Název	A	A	A	A	A	5	100%
4.	Adresa sídla	A	A	A	A	A	5	100%
5.	Kontaktní adresa	A	A	A	A	A	5	100%
6.	Telefon	A	A	A	A	A	5	100%
7.	Fax	A	A	A	A	A	5	100%
8.	E-mail	A	A	A	A	N	4	80%
9.	Webové stránky	A	A	A	A	A	5	100%
10.	Číselný kód	N	N	N	N	N	0	0%
11.	Znakový kód	N	N	N	N	N	0	0%
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	A	A	A	A	5	100%
16.	Typ subjektu dle přímého vlastnictví	A	A	A	A	A	5	100%
17.	Druh subjektu	N	N	N	N	N	0	0%
18.	Související vazby	A	A	A	A	A	5	100%
19.	Další role subjektu	N	N	A	N	A	2	40%
20.	Přeshraniční služby	N	N	A	N	N	1	20%
	zveřejněných informací	15	15	17	15	15		
	% zveřejněných informací	75%	75%	85%	75%	75%		

Zdroj: vlastní zpracování, data Česká národní banka (www.cnb.cz) k 31. 12. 2014

Z provedené analýzy a syntézy vyplývá několik závěrů týkajících se existence AI ve zveřejňování informací prostřednictvím portálu ČNB:

- 1) z celkového počtu 20 informací žádná z IS nezveřejňuje všech 100 % informací
- 2) celková informovanost se pohybuje mezi 75 % a 85 %, neexistuje tak významná asymetrie v množství zveřejňovaných informací mezi jednotlivými společnostmi
- 3) z oblasti kontaktních informací (informace č. 1 – 9) je zveřejněno 100 % informací všemi IS s výjimkou e-mailového kontaktu, který není zveřejněn v případě jedné IS
- 4) chybějící informace jsou ve větším rozsahu zjištěny v případě těchto informací:
Číselný kód, Znakový kód, Druh subjektu, Další role subjektu a Přeshraniční služby;

Nejvyšší informovanost je evidována u společnosti J & T investiční společnost, a.s., která dosahuje 85 %, ostatní IS však dosahují shodně 75 %.

5.1.2 Informace o FKI na portálu ČNB

Informace o FKI zveřejňované na portálu ČNB jsou klíčové zejména pro zjištění počtu obhospodařovaných fondů každou IS vč. charakteru fondů, tedy zda se jedná o FKI. Česká národní banka zveřejňuje na svých stránkách základní informace o každém fondu v rozsahu maximálně 22 informací, a to: Typ subjektu (podílový fond, investiční fond), IČO/KIČ/NID, Název subjektu, Adresa sídla, Kontaktní adresa, Telefon, Fax, E-mail, Webové stránky, Číselný kód, Znakový kód, Typ oprávnění k činnosti, Datum oprávnění k činnosti, Důvod oprávnění k činnosti, Datum právní moci rozhodnutí, Typ subjektu podle přímého vlastnictví, Druh subjektu, Související vazby, Depozitář, Obhospodařovatel, Další role subjektu a Přeshraniční nabízení. Veškeré informace jsou stejně jako v případě informací o IS kontaktního a orientačního charakteru.

Pro účely analýzy byly analyzovány FKI ohospodařované IS analyzované výše. Výsledky analýzy jednotlivých FKI jsou součástí přílohy č. 6 – 10. Cílem analýzy je zjištění skutečnosti, zda jsou jednotlivé informace zveřejněny či nikoliv (A/N) a v případě jejich zveřejnění uvedení této informace pro účely případného porovnání kvality, resp. rozsahu informací.

Syntéza zjištěných výsledků umožňuje získat informace o existenci AI při zveřejňování každé jednotlivé informace z 22 možných. Výsledky této syntézy jsou znázorněny v následující tabulce. Poslední dva sloupce vpravo vyčíslují existenci AI dle jednotlivé informace (informace 1 – 22). Poslední dva řádky vyčíslují existenci AI dle jednotlivých investičních společností (resp. jimi obhospodařovaných FKI).

Tab. č. 5 Syntéza analyzovaných informací a vyhodnocení existence AI zveřejňovaných informací o FKI na www.cnb.cz k 31. 12. 2014

	Druh informace/IS	AVANT	IS CS	J&T	QI	WOOD	zveřejněné info	% zveřejnění
1.	Typ subjektu	A	A	A	A	A	5	100%
2.	IČ/KIČ/NID	A	A	A	A	A	5	100%
3.	Název	A	A	A	A	A	5	100%
4.	Adresa sídla	A	A	A	A	A	5	100%
5.	Kontaktní adresa	A	A	A	A	A	5	100%
6.	Telefon	N	N	N	N	N	0	0%
7.	Fax	N	N	N	N	N	0	0%
8.	E-mail	N	N	N	N	N	0	0%
9.	Webové stránky	N	N	N	N	N	0	0%
10.	Číselný kód	N	N	N	N	N	0	0%
11.	Znakový kód	N	N	N	N	N	0	0%
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	A	A	A	A	5	100%
15.	Datum právní moci rozhodnutí	N	N	A	A	A	3	60%
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	N	N	A	A	A	3	60%
17.	Druh subjektu	A	A	A	A	A	5	100%
18.	Související vazby	N	N	N	N	N	0	0%
19.	Depozitář	A	A	A	A	A	5	100%
20.	obhospodařovatel	A	A	A	A	A	5	100%
21.	další role subjektu	N	N	N	N	N	0	0%
22.	přeshraniční nabízení	N	N	N	N	N	0	0%
	zveřejněných informací	11	11	13	13	13		
	% zveřejněných informací	50,0%	50,0%	59,1%	59,1%	59,1%		

Zdroj: vlastní zpracování, data Česká národní banka (www.cnb.cz)

Z provedené analýzy a syntézy vyplývá několik závěrů týkajících se existence AI ve zveřejňování informací o jednotlivých FKI prostřednictvím portálu ČNB:

- 1) z celkového počtu 22 informací, žádná IS nezveřejňuje u obhospodařovaných FKI všechny informace;
- 2) průměrná informovanost mezi jednotlivými IS, resp. konkrétními FKI se pohybuje mezi 50 – 60 %; nelze nalézt významnější rozdíly mezi jednotlivými IS (resp. FKI)
- 3) nulová informovanost je zaznamenána u informací kontaktního charakteru (telefon, fax, e-mail, webové stránky); tento jev však nelze hodnotit jako negativní s ohledem na dopad pro potenciálního investora, neboť jelikož jsou fondy obhospodařovány investiční společnostmi, klíčové jsou především kontaktní informace na danou IS, které uvedeny jsou (jak bylo prokázáno v kap. 5.1.1.);

- 4) AI byla následně prokázána např. v případě informace o typu subjektu dle přímého vlastnictví (tedy zda se jedná např. o české – soukromé), tato informovanost dosahuje 60 % (3 z 5 IS);
- 5) 60% informovanost je dále zjištěna u informace „datum právní moci rozhodnutí“, kdy opět je informace zveřejněna pouze u 3 z 5 IS.

Nejvyšší informovanost je evidována u společností J & T investiční společnost, a.s., QI investiční společnost a.s. a WOOD & Company investiční společnost, a.s., jejichž informovanost u jimi obhospodařovaných FKI dosahuje 59,1 %, ostatní IS, tj. AVANT investiční společnost a.s. a Investiční společnost České spořitelny, a.s. dosahují shodně 50 %.

5.1.3 Vyhodnocení existence AI ve způsobu prezentování základních, klíčových informací o IS a FKI na portálu ČNB

Analýza a následné vyhodnocení existence AI ve způsobu prezentování základních, klíčových informací o IS a FKI na portálu ČNB byla prováděna z důvodu, že informace shromažďované právě prostřednictvím ČNB slouží jako základní orientační bod pro potenciálního investora. Česká národní banka jako dozorový orgán kapitálového trhu je pro potenciálního investora jistým a bezpečným zdrojem informací. Vzhledem k charakteru takto zveřejňovaných informací slouží spíše jako výchozí orientační bod, který zejména umožní potenciálnímu investorovi přehled o počtu IS a jimi obhospodařovaných fondů. Klíčové informace o IS, jejichž zveřejnění poskytuje potenciálnímu investorovi zejména informace kontaktní a základní informace o zkušenostech IS jsou následující (zároveň s nejvyšším % výskytu, tedy nulová, nebo velmi nízká AI):

- název IS,
- adresa IS,
- kontakty (telefon, mail, fax, www stránky),
- datum zahájení činnosti IS,
- typ vlastnictví IS,
- počty obhospodařovaných PF a IF (v rámci informace „související vazby“).

Klíčové informace o jednotlivých FKI, jejichž zveřejnění poskytuje potenciálnímu investorovi zejména informace o charakteru fondu, jsou následující:

- typ subjektu, zejména informace, zda se jedná o PF, nebo IF a zda je fond určen pro kvalifikované investory,
- název fondu,
- datum založení fondu (tedy délka jeho historie),
- typ subjektu dle přímého vlastnictví,
- kdo je obhospodařovatelem fondu,
- kdo je depozitářem fondu.

U všech těchto informací byla prokázána 100% informovanost, výjimku tvoří pouze informace o přímém vlastnictví fondu, která je zveřejněna pouze z 60 %.

V úvodu práce byla položena tato výzkumná otázka:

- ***„Existuje asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky?“***

Po provedení analýzy, která spočívala v komparaci zveřejňovaných informací o jednotlivých IS a FKI na webových stránkách ČNB lze konstatovat, že ***AI ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky existuje***. Zveřejňované informace byly konfrontovány s celkovým množstvím informací, které ČNB takto eviduje. V případě IS je to celkem 20 informací, v případě jednotlivých fondů je to 22 informací. Informovanost u IS dosahuje nejčastěji 75 % (tj. 15 informací z 20 možných), nejvyšší informovanost dosáhla 85 % (tj. 17 informací z 22 možných). Informovanost u jednotlivých FKI dosahuje v průměru mezi 50 – 60 %, tj. 11 – 13 informací z 22 možných.

Vzhledem k charakteru informací, kdy se jedná zejména o informace orientační, kontaktního charakteru, ***nelze vyhodnotit zjištěnou AI jako AI negativně ovlivňující rozhodování potenciálního investora***. Informace zde slouží potenciálnímu investorovi zejména jako zdroj o počtu IS, jejich délce historie, počtech obhospodařovaných fondů a následně jako základní zdroj o jednotlivých fondech, zejména typu charakter fondu, jeho délka historie a informace o obhospodařovateli a depozitáři fondu.

5.2 Dostupnost, rozsah a forma informací potřebných pro kvalifikované rozhodnutí potenciálního investora

Pro každého potenciálního investora, který se má zodpovědně, kvalifikovaně rozhodnout, zda plánovanou investici realizovat či nikoliv je klíčové získat maximum informací o daném fondu, v tomto případě FKI. Tyto informace mohou být zveřejněny v různých dokumentech. Zásadní zdroj informací pro investora pro posouzení vhodnosti budoucí investice je zejména:

- statut fondu
- výroční zpráva
- sdělení klíčových informací.

Je proto snahou potenciálního investora tyto dokumenty získat a informace vyhodnotit. V tomto procesu vyvstávají dva možné problémy – možnost/způsob získání těchto dokumentů a kvalita/hloubka informací v těchto dokumentech.

Byla proto položena následující výzkumná otázka:

- *„Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?“*

Zodpovězení této výzkumné otázky je dosaženo pomocí analýzy způsobu zveřejňování těchto dokumentů jednotlivými IS. Tato analýza je založena na dvou kritériích:

- zda je uvedený dokument veřejně dostupný či nikoliv (A/N)
- zdroj umístění tohoto dokumentu.

Doplňujícím kritériem je zjištění rozsahu těchto dokumentů, které je měřeno podle počtu stran. Jedná se pouze o kritérium, které poskytuje prvotní informaci o rozsahu informací dokumentu, nehovoří však o kvalitě informací. Ta je hodnocena až v následujících kapitolách.

5.2.1 Zdroje informací

Statut fondu obsahuje veškeré klíčové informace o strategii fondu a jeho rizicích. Bohužel jej však IS běžně nezveřejňují. Alternativou (z hlediska množství informací) je do jisté míry výroční zpráva fondu, která je také ze zákona povinna zveřejňovat informace o strategii a rizicích fondu. Sdělení klíčových informací je zdrojem informací, jehož cílem je upoutat potenciálního investora klíčovými informacemi o hospodaření fondu. Tomu však

může být uzpůsobena kvalita těchto informací. Následující text mapuje zdroje/způsoby zveřejnění těchto informací.

I přes to, že potenciální investor by měl v rámci zvažování investice analyzovat tyto dokumenty v časovém horizontu (ideálně nejméně 5 let) pro posouzení kolísání výkonnosti fondu, pro účely této kvantitativní analýzy bude analyzován výskyt těchto informací, resp. dokumentů za poslední rok, resp. za rok 2013.

Počet stran nemůže být hodnocen jako kvalitativní kritérium, neboť může být zkreslen faktem, že každá IS používá odlišné formální úpravy, stejně jako fakt, že menší počet stran nemusí nutně znamenat horší kvalitu informací. V porovnání jednotlivých IS však existují značné rozdíly v počtu stran zveřejňovaných dokumentů, ze kterého se již dá vyvodit alespoň předpoklad rozdílné kvality a množství informací.

Výsledky dílčích analýz jednotlivých IS jsou součástí přílohy č. 11 a 12. Syntéza zjištěných informací pro účely vyhodnocení AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI je znázorněna v následujících tabulkách. Tabulka č. 6 sumarizuje zveřejnění (A), resp. nezveřejnění klíčových dokumentů (N).

Tab. č. 6 Zveřejnění klíčových dokumentů jednotlivými IS

Dokument / IS	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD	počet IS zveřejňující dokument	% IS zveřejňujících dokument
Sdělení klíčových informací	A	N	N	A	A	3	60%
Statut FKI	N	A	A	A	A	4	80%
Výroční zpráva IS	A	A	A	A	A	5	100%
Zpráva o hospodaření FKI	N	N	A	N	A	2	40%
Pololetní zpráva IS	A	A	A	A	A	5	100%
Pololetní zpráva FKI	N	N	A	N	A	2	40%
<i>počet zveřejněných dokumentů</i>	3	3	5	4	6		
<i>% zveřejněných dokumentů</i>	50%	50%	83%	67%	100%		

Zdroj: vlastní zpracování, data: internetové stránky jednotlivých IS, www.justice.cz, data k 31. 12. 2014

Z uvedené analýzy vyplývá několik závěrů, které mají zásadní dopad na vznik AI a následně na možnost kvalitního rozhodnutí potenciálního investora.

- pouze výroční zprávu IS a pololetní zprávu IS zveřejňuje 100 % IS veřejně,
- statut FKI, tedy klíčový dokument obsahující nejpodrobnější informace o charakteru fondu veřejně zpřístupňuje 80 % IS; AI způsobená nezveřejněním těchto dokumentů je pro potenciálního investora zásadní;

- zprávu o hospodaření FKI, stejně jako pololetní zprávu o hospodaření FKI zveřejňuje pouze 40 % IS; nejsou-li tyto dokumenty potenciálnímu investorovi dostupné, nemá možnost kvalifikovaně vyhodnotit, resp. predikovat výnosnost či rizikovost fondu, tedy i jeho plánované investice; AI v tomto může mít pro investora velmi negativní dopad;
- z pohledu vyhodnocení jednotlivých IS existují až 50% rozdíly ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů; 100 % dokumentů zveřejňuje společnost WOOD, naopak 50 % veřejně zpřístupňuje AVANT a IS CS (tyto poskytují dokumenty až na vyžádání, resp. až v rámci jednání o plánované investici s potenciálním investorem)

Uvedená analýza je dále doplněna informacemi o umístění těchto dokumentů (jsou-li veřejně dostupné. Následující tabulka tak sumarizuje zdroj jednotlivých dokumentů napříč investičními společnostmi.

Tab. č. 7 Zdroj umístění klíčových dokumentů jednotlivými IS

Zdroj/umístění dokumentu	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
Sdělení klíčových informací	web IS		-	web IS	web IS
Statut FKI	-	web IS	web IS	web IS	web IS
Výroční zpráva IS	web IS	web IS	justice.cz	web IS	web IS
	justice.cz	justice.cz	web IS	justice.cz	web IS
Zpráva o hospodaření FKI	-	-	web IS	-	web IS
Pololetní zpráva IS	web IS	web IS	web IS	web IS	web IS
Pololetní zpráva FKI	-	-	web IS	-	web IS

Zdroj: vlastní zpracování, data: internetové stránky jednotlivých IS, www.justice.cz, data k 31. 12. 2014

V praxi jako zdroj těchto dokumentů slouží zejména webové stránky jednotlivých investičních společností a v případě výročních a pololetních zpráv IS také stránky ministerstva spravedlnosti justice.cz. Jako nejefektivnější způsob zveřejňování dokumentů/informací o FKI se jeví zveřejňování informací na jednom místě – konkrétně na stránkách investiční společnosti. V tomto nejvíce eliminuje riziko vzniku AI ve způsobu zveřejňování právě WOOD investiční společnost, a.s., která vše zveřejňuje na svých webových stránkách a její míra informovanosti v tomto dosahuje 100 %.

Prvotní představu o rozsahu informací v jednotlivých dokumentech lze jednoduchým způsobem kvalitativně porovnat pomocí komparace počtu stran jednotlivých dokumentů. Nelze pochopitelně hovořit o významné vypovídací schopnosti, neboť rozsah daný počtem

stran nemusí nutně vypovídat o kvalitě informací, nicméně již vypovídá o odlišnosti (AI) ve způsobu prezentování informací jednotlivými IS. Následující tabulka sumarizuje rozsah jednotlivých dokumentů (jsou-li veřejně k dispozici) poskytovaných investičními společnostmi.

Tab. č. 8 Rozsah informací/počet stran klíčových dokumentů

Rozsah informací (počet stran)	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
Sdělení klíčových informací	2	-	-	2	1
Statut FKI	25	25	38	25	28
Výroční zpráva IS	58	584	195/503	38	47/115
	58	584	195/503	38	47/115
Zpráva o hospodaření FKI	-	-	308/503	-	68/115
Pololetní zpráva IS	25	18	21/107	6	13/27
Pololetní zpráva FKI	-	-	86/107	-	14/27

Zdroj: vlastní zpracování, data: dokumenty IS zveřejňované na webových stránkách IS a justice.cz; data k 31. 12. 2014

Náležitosti statutu jsou dány ZOISIF (ZOISIF, 2013) a vyhláškou (246/2013 Sb.), nicméně jak je patrné z komparace provedené v tabulce výše, konkrétní rozsah zveřejňovaných informací (resp. jejich hloubka) je v praxi odlišný v závislosti na konkrétním obhospodařovateli. Rozdíly v rozsahu se pohybují až v řádech 10 stran, resp. 60 %. Pochopitelně nelze usuzovat, že čím větší počet stran, tím kvalitnější informace pro potenciálního investora. Kvalita informací zveřejňovaná ve statutu, zejména pak informace o investiční strategii, rizikovém profilu fondu a nákladových podmínkách budou kvalitativně posuzovány v následujících kapitolách.

Významná odlišnost existuje také ve způsobu zveřejňování zpráv o hospodaření FKI, tyto velmi často nejsou veřejně dostupné vůbec, příp. jsou součástí výroční zprávy IS tak, jako je tomu např. u J & T investiční společnosti, kdy z výroční zprávy v počtu stran 503 je 308 stran věnováno hospodaření jednotlivých fondů, nebo u IS WOOD, kde z výroční zprávy IS v počtu stran 115 je 68 věnováno zprávě o hospodaření jednotlivých fondů.

5.2.2 Vyhodnocení existence AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů o FKI

Kvalifikovaný investor si je vědom důležitosti informací, bez kterých není možné přijmout rozhodnutí o plánované investici. Byla proto položena výzkumná otázka

- **„Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?“**

Odpověď na tuto otázku byla řešena pomocí zejména kvalitativní analýzy, jež spočívala v:

- zjištění, zda jednotlivé IS zpřístupňují (A), či nepřístupňují (N) veřejně základní, klíčové dokumenty FKI;
- zjištění zdroje umístění těchto dokumentů (jsou-li zveřejněny) a
- analýze rozsahu těchto dokumentů měřeného počtem stran.

Výsledky analýzy prokázaly, že *existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů*. Negativní dopad této AI je dán zejména faktem, že dokumenty nejsou často veřejně dostupné, např. v případě statutu fondu se jedná o 80 % zveřejněných statutů, v případě výročních zpráv o hospodaření fondu je zveřejněno pouze 40 %.

Rozdíly a případná AI jsou také dány rozsahem jednotlivých dokumentů (měřeno počtem stran), neboť IS pochopitelně dodržují minimální informační povinnost danou zákonem, nicméně hloubka zveřejňovaných informací, je mnohdy značně odlišná. V tomto případě však nelze vyhodnotit na základě počtu stran negativní vliv AI, neboť rozsah počtu stran není určující pro kvalitu poskytnutých informací.

5.3 Rizikový profil jako výsledek zvolené investiční strategie

Zdrojem většiny rizik spojených s investováním do FKI je zvolená investiční strategie fondu. Hloubka/míra definování strategie fondu je směrodatná pro realizace investic fondu do předmětných aktiv a zároveň určující pro management obhospodařovatele v oblasti prezentování investiční strategie vůči investorům. Úzkoprofilová investiční strategie, resp.

strategie jasně definovaná, s detailním popisem aktiv, do nichž je fond oprávněn investovat, vč. podrobných investičních limitů, je přínosná pro investora pro co nejpřesnější odhad rizikovosti fondu, resp. své investice do fondu, avšak z pohledu IS může být silně svazující při naplňování očekávaného výnosu fondu.

Původní koncepce fondů kvalifikovaných investorů předpokládala, že fondům bude umožněno investovat i do rizikovějšího kapitálu, resp. povoleny budou strategie bez značně omezujících limitů. Fondy pomocí této strategie mohou realizovat vyšší výnosy a existuje předpoklad, že kvalifikovaný investor je schopen vyhodnotit rizikovost své investice do takového fondu. Tato hypotéza však nezohledňuje fakt, že investor může disponovat pouze omezenými a nedokonalými informacemi.

Kapitola je zaměřena na analýzu kvality a množství informací v oblasti deklarované investiční strategie a z ní vyplývajícího rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů investičními společnostmi. Uvedenou analýzu významnou měrou ovlivnily problémy se získáváním dat, neboť statut fondu, který je klíčovým dokumentem této analýzy, nezveřejňuje všechny IS. Jelikož však prováděná analýza má kvalitativní charakter s důrazem na komparaci se zákonem danou informační povinností, je možné analýzu provádět i menším množstvím dat, resp. statutů.

Základem pro tuto analýzu je *minimální informovanost, kterou ukládá ZOISIF a vyhláška ČNB 246/2013 o statutu fondu kolektivního investování*. Jedná se však o minimální informační povinnost, ze které navíc nevyplývá definování míry, resp. hloubky a kvality informací. Základní povinnost zveřejňování informací v oblasti strategie fondu a rizikového profilu je dána zákonem, a to ZOISIF. Upřesňující pravidla zveřejňování těchto informací jsou vyjmenována Českou národní bankou prostřednictvím vyhlášky č. 244/2013 a 246/2013. Rizikový profil fondu musí obsahovat upozornění, že hodnota investice může klesat i stoupat a že není vždy zaručena návratnost původně investované částky. Rizikový profil v závislosti na zvolené investiční strategii fondu kolektivního investování musí dále obsahovat popis všech podstatných rizik, která jsou s ní spojena, a to zejména dle zákona (ZOISIF, 2013):

- úvěrového rizika,
- rizika nedostatečné likvidity,
- rizika vypořádání,
- tržního rizika,
- operačního rizika a

- rizika koncentrace.

Úvěrové riziko je spojeno s nedodržením závazku emitenta, do jehož dluhových cenných papírů fond investuje. Riziko nedostatečné likvidity spočívá v nemožnosti fondu dostát svým závazkům, resp. žádostem o odkoupení CP vydávaných fondem. Riziko vypořádání vyjadřuje možnost, že uzavřené obchodní transakce neproběhnou tak, jak se očekávalo. Tržním rizikem jsou míněny změny vývoje celkového trhu a jejich vliv na ceny majetkových hodnot a hodnotu fondu. Operační riziko v sobě zahrnuje např. ztrátu způsobenou selháním vnitřních procesů, vnějších událostí a lidského faktoru. Riziko koncentrace spojené s investováním velké části prostředků fondu do CP jednoho druhu či jednoho emitenta.

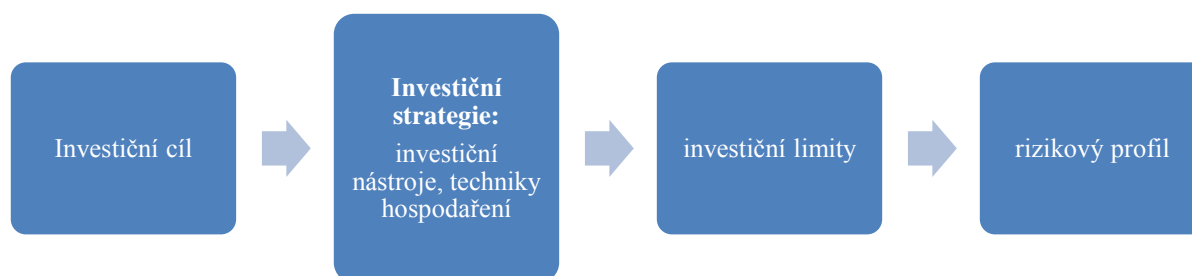
Základním předpokladem pro následující analýzu je, že nedostatečná informovanost o investiční strategii fondu a rizikovém profilu fondu vede k asymetrii informací na straně potenciálního investora, který nedokáže kvalitně posoudit/nebo vyhodnotí chybně rizikovost fondu, resp. jeho investice.

Byla proto položena následující výzkumná otázka:

- **„Existuje asymetrie informací v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů?“**

Definování investiční strategie samo o sobě by pro vyhodnocení rizikového profilu fondu dostatečné nebylo, nezbytností je v závislosti na investiční strategii definovat s dostatečnou přesností oprávněné investiční nástroje, limity a následně rizikový profil, resp. rizika, jimž fond podléhá.

Schéma č. 8 Informační model investiční strategie FKI



Zdroj: vlastní zpracování

Schéma popisuje přímý vztah mezi investičním cílem a zvolenými investičními nástroji, jejich limity a rizikovým profilem. Jsou-li s ohledem na investiční cíl definovány jednotlivé investiční nástroje (akcie, obligace, atd.), musí tomu odpovídat kvalitně definované

investiční limity, aby mohlo dojít k vyhodnocení dílčích rizik, resp. jejich míry, kterým daný fond podléhá.

Zdroje asymetrie informací v oblasti zveřejňované investiční strategie a rizikového profilu fondu byly identifikovány na dvou úrovních:

1. nedostatečně definovaný investiční limit (nebo nedefinovaný vůbec) přispívá k faktu, že fond, resp. jeho majetek, může podléhat určitému riziku ve větší míře, než by tomu bylo v případě kvalitního (přesnějšího) stanovení investičních limitů
2. neupozornění na rizika spojená s investicí fondu, i když dle zvolených investičních nástrojů riziku fond podléhá.

Odpovědí na položenou výzkumnou otázku je provedení analýzy, jenž spočívá v analýze a následné komparaci investičního cíle, limitů a rizikového profilu jednotlivých FKI dle výše uvedeného schématu. Výsledek této komparace potvrdí, příp. vyvrátí tvrzení, že existuje AI ve způsobu zveřejňování rizikového profilu fondu.

5.3.1 Výsledky analýzy prezentovaných rizik ve statutu FKI

Aby mohla být provedena komparace investiční strategie a rizikového profilu jednotlivých fondů, bylo nezbytné nejdříve rozčlenit rizika, uváděná v rizikovém profilu ve statutech fondů. Důvodem je fakt, že některá rizika jsou společná pro všechny FKI, některá vyplývají z přímo použité investiční strategie (resp. použitých investičních nástrojů) a ta, vzhledem k tomu že je odlišná u každého fondu, nemůže být hodnocena globálně (např. není-li fond oprávněn investovat do dluhopisů, pochopitelně neuvádí riziko spojené s investováním do dluhopisů, apod.)

Následující členění a výčet rizik, kterým podléhají FKI je výsledkem komparace rizikových profilů FKI aktuálně působících na českém trhu:

A. rizika neovlivnitelná

Pod pojmem neovlivnitelná rizika jsou řazena rizika, kterým je fond vystaven v důsledku zejména právního, politického a tržního prostředí dané země, ve které fond působí.

Zpravidla fond nemá možnost účinného zabezpečení se proti těmto rizikům. V této kategorii byla identifikována následující rizika:

- riziko politické (vliv politické situace a změn v zákoně na existenci fondu)
- riziko daňového režimu (riziko vystavení fondu dodatečným daňovým povinnostem z důvodu změn v daňové legislativě)
- riziko tržní (riziko ztráty při změně tržních cen vyplývajících z vlivu vývoje trhu na hodnotu aktiv fondu)
- riziko inflace (riziko znehodnocení majetku fondu vlivem nepříznivého inflačního vývoje)

B. rizika fondů kvalifikovaných investorů

Rizika fondů kvalifikovaných investorů jsou rizika specifická ze samotné podstaty kolektivního investování, konkrétně z investování prostřednictvím fondů kvalifikovaných investorů. Zejména se jedná o rizika spojená se svěřením investovaných prostředků do rukou třetí osoby, tedy rizika spojená s chybným rozhodnutím managementu investiční společnosti. Tato rizika jsou nejvíce ohrožena AI způsobenou „cílením“ investiční strategie investiční společnosti a její snahou informovat investory a potenciální investory tak, aby zvyšovala počet investorů a následně své příjmy z obhospodařování. Eliminace je obtížná, závislá na kvalitním výběru investiční společnosti, zejména studiem kvalifikace jejich představitelů a rozsahem praxe investičních společností v oblasti obhospodařování fondů. Jmenovitě byla identifikována následující rizika:

- riziko operační (ztráta způsobená selháním vnitřních procesů nebo lidského faktoru)
- riziko nedosažení požadované výše VK (riziko, že fond nedosáhne požadované hodnoty VK zákonem)
- riziko ztráty majetku v úschově (nedbalostní jednání třetí osoby vedoucí až k insolvenčnímu řízení)
- riziko zrušení fondu (riziko zrušení fondu z důvodů daných zákonem)
- riziko regulace a dohledu (FKI podléhají specifické právní úpravě, která může mít za důsledek vyšší nároky na znalosti a zkušenosti investorů a nižší standard ochrany investorů)
- riziko depozitáře (riziko způsobené omezením činností depozitáře)

- riziko investice (hodnota investice může klesat i stoupat, není zaručena návratnost původně investované částky)
- riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK (reálná hodnota FK na 1 PL nemusí vždy odpovídat aktuální hodnotě PL, ta je stanovena za určitý interval – měsíčně)
- riziko pozastavení odkupu PL (IS je oprávněna pozastavit odkup PL, což může mít vliv na změnu aktuální hodnoty PL)

C. rizika investiční strategie a technik hospodaření

Pod tímto pojmem jsou charakterizována rizika vyplývající přímo z investiční strategie fondu, tj. riziko daného investičního nástroje (např. riziko akciové v případě, že je fond oprávněn investovat do akcií, či specifická rizika odvětvová – např. riziko spojené s investováním do zemědělských komodit, pokud je do nich fond oprávněn investovat), příp. riziko spojené s užitím konkrétní techniky hospodaření fondu (např. riziko repo-operací, je-li fond oprávněn je realizovat apod.). Rozsah těchto rizik je závislý na kvalitě popisu investiční strategie fondu, jejich nedostatečný popis a chybějící investiční limity mohou vést k významné AI a nemožnosti kvalitního odhadu potenciálním investorem o budoucí investici. Eliminace rizik ze strany investora spočívá zejména ve výběru takového fondu, který bude mít přesně definované investiční nástroje a techniky hospodaření s uvedením konkrétních investičních limitů. Investor sice neeliminuje rizika samotná, nicméně eliminuje riziko nekvalitního odhadu, neboť bude schopen kvalifikovaně odhadnout rizikovost fondu, resp. jeho investiční strategie. Mezi tato rizika patří zejména:

Rizika vyplývající z investiční strategie:

- riziko CP, akciové
- riziko CP, dluhopisové
- riziko dluhové nástrojů peněžního trhu
- riziko komodit
- riziko investic do nemovitostí
- riziko selhání osoby, v níž má fond obchodní účast
- riziko CP jiných fondů, do nichž fond investuje

Rizika vyplývající z technik hospodaření, které fond používá:

- měnové riziko
- riziko finančních derivátů
- riziko spojené s pákovým efektem
- riziko úvěrové
- riziko nedostatečné likvidity
- riziko repo-operací
- riziko insolvence v důsledku přijímání půjček
- riziko úrokové
- riziko nevypořádání transakcí
- riziko přecenění
- riziko právních vad
- riziko koncentrace odvětví.

Tento výčet rizik, je odvozen z analýzy statutů. V praxi prokázal, že statuty obsahují výčet rizik nad povinný rámec, který udává zákon, nicméně rozsah výčtu rizik je dramatiky odlišný u jednotlivých fondů, což je dáno tím, že neexistuje norma, která by udávala rozsah a hloubku zveřejňování těchto informací.

D. riziko investičního rozhodnutí způsobené AI

Zvlášť lze vyčlenit rizika spojená s rozhodnutím investora samotného, tj. zejména riziko chybného rozhodnutí investora v důsledku existence asymetrie informací. Asymetrie informací je přítomná ve všech oblastech a může negativně zvyšovat všechna výše uvedená rizika, nicméně pokud existuje možnost snížení AI, resp. získání kvalitních informací, je chybou potenciálního investora, pokud tak neučiní. Riziko chybného investičního rozhodnutí způsobené nezískáním všech dostupných informací je pouze na jeho straně a eliminace tohoto rizika odpovědností pouze investora (nejedná se tedy o riziko, které by mělo být uváděno ve statutu fondu).

5.3.2 Výsledky analýzy existence AI vyplývající z komparace investiční strategie a rizikového profilu fondů

V prvé fázi bylo hodnoceno upozornění na tzv. rizika neovlivnitelná (tj. má se za to, že se jedná o rizika neovlivnitelná ani ze strany investora, ani ze strany investiční společnosti). Tato rizika byla v praxi na základě studie statutů fondů identifikována čtyři: riziko politické, daňového režimu, tržní a riziko inflace.

Následující tabulka popisuje jednotlivá rizika a fakt, zda na ně jednotlivé IS ve statutech svých fondů upozorňují. V posledním sloupci a posledním řádku je pak vyčíslena procentuální informovanost u daného rizika (vyjádřeno v poslední sloupci) a u dané investiční společnosti (vyjádřeno v posledním řádku).

Tab. č. 9 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejňování neovlivnitelných rizik ve statutech FKI jednotlivých IS

<i>rizika neovlivnitelná</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD	<i>% zveřejnění informace</i>
politické	A	A	A	N	N	60%
daňového režimu	A	N	N	N	N	20%
tržní	A	A	A	A	A	100%
inflace	A	N	N	N	N	20%
<i>% zveřejnění informací</i>	100%	50%	50%	25%	25%	

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Z uvedeného vyplynulo, že 100% informovanost je dodržena u rizika tržního, což je dáno faktem, že na toto riziko musí IS upozorňovat dle zákona (ZOISIF, 2013). Riziko politické uvádí 60 % investičních společností, na riziko inflace pak upozorňuje pouze společnost AVANT. Z veškerých neovlivnitelných rizik, která byla ve statutech identifikována, zveřejnila 100 % pouze společnost AVANT, v ostatních případech se informovanost pohybuje od 25 do 50 %. Detailní zmapování zveřejňovaných rizik jednotlivými IS je součástí přílohy č. 14 – 18.

V další fázi byl analyzován výskyt rizik, která jsou charakteristická pro FKI, tj. která vyplývají ze samotné podstaty investování prostřednictvím FKI.

Tab. č. 10 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z charakteru FKI dle jednotlivých IS

<i>rizika fondů kvalifikovaných investorů</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD	<i>% zveřejnění informace</i>
operační	A	A	A	A	A	100%
nedosažení požadované výše VK FKI	A	N	A	A	N	60%
ztráty majetku v úschově	A	N	A	A	N	60%
investice	A	N	A	A	A	80%
zrušení fondu	A	A	A	A	N	80%
regulace a dohledu nad FKI	A	N	N	N	N	20%
činnosti depozitáře	A	N	N	N	N	20%
odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK	A	N	N	N	N	20%
pozastavení odkupu PL	A	N	N	A	N	40%
<i>% zveřejnění informací</i>	<i>100%</i>	<i>22%</i>	<i>56%</i>	<i>67%</i>	<i>22%</i>	

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

V případě rizika operačního je dosažena 100% informovanost, což je dáno zákonnou povinností investičních společností na toto riziko upozorňovat ve statutech obhospodařovaných fondů. 80-ti procentní informovanost je dosažena v případě rizika investice a rizika zrušení fondu. Na možnost nedosažení požadované výše VK fondu a ztrátu majetku fondu v úschově upozorňuje 60 % analyzovaných společností. Rizika pozastavení odkupu PL zveřejňuje 40 % IS, na ostatní rizika upozorňuje pouze 20 % společností. Významná asymetrie v informovanosti je patrná napříč investičními společnostmi. Informovanost se pohybuje od 20 do 90 % všech identifikovaných rizik vyplývajících z fungování FKI.

Z hlediska negativních dopadů na rozhodování potenciálního investora je zásadní analýza rizik vyplývajících z použité investiční strategie a technik hospodaření. Celkem bylo identifikováno 12 rizik vyplývajících z použité investiční strategie. Následující tabulka sumarizuje výsledky této analýzy a vyčísluje procentuální informovanost u jednotlivých rizik a dále informovanost napříč jednotlivými investičními společnostmi.

Tab. č. 11 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z investiční strategie (investičních nástrojů) dle jednotlivých IS

	<i>rizika vyplývající z investiční strategie</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD	<i>% zveřejnění informace</i>
akcie	Akciové	N	A	N	X	N	25%
dluhopisy	Dluhopisové	A	A	A	X	A	100%
směnky	dluhových CP, insolvence, snížení FK	X	X	A	X	X	100%
komodity	negativního vývoje komodity	X	X	N	X	N	0%
nemovitosti	negativního vývoje trhu s nemovitostmi	A	X	X	A	X	100%
nemovitosti	změny klimatu, ekologická zátěž, vliv dotačních programů	A	X	X	X	X	100%
obchodní účasti	selhání osoby, v níž má fond účast	A	X	X	A	X	100%
	koncentrace odvětví	N	A	A	A	A	80%
CP jiných fondů	kumulace poplatků při investicích do jiných fondů	X	N	A	X	N	33%
CP jiných fondů	operační fondu, do něhož fond investuje	X	N	N	X	N	0%
CP jiných fondů	změny hodnoty fondu, do něhož fond investuje	X	N	A	X	N	33%
strukturované produkty	strukturovaných produktů ¹⁰	X	X	A	X	X	100%
	<i>% zveřejnění informací</i>	67%	50%	67%	100%	29%	

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

V tabulce jsou znázorněna písmena A (pokud je použita daná investiční strategie a je upozorněno na příslušné riziko z této strategie vyplývající), N (pokud je použita daná investiční strategie, avšak není upozorněno na riziko z této strategie vyplývající) a X (pokud daná investiční strategie není použita – tj. nehodnotí se ani výskyt příslušného rizika. Výskyt zveřejnění každé jednotlivé informace (poslední sloupec) je pak hodnocen pochopitelně pouze z těch případů, kdy je investiční strategie použita (tj. do výpočtu není zohledněno X).

Výsledky poukázaly na AI a nesoulad mezi použitou investiční strategií a rizikovým profilem fondu. Platí, že pokud je fond zacílen na určité specifické předmětné aktivum, jako např. zemědělské nemovitosti, fotovoltaika, strukturované produkty apod., je na specifická rizika upozorněno, nicméně velmi často chybí upozornění na rizika vyplývající z použitých investičních nástrojů, které jsou charakterem obchodování s CP. Například pouze v 25 % případů, kdy jsou fondy oprávněny nakupovat akcie, není v rizikovém profilu upozorněno na

¹⁰ „Strukturované investiční nástroje“ jsou investiční nástroje, u nichž není výnos a/nebo výplata kapitálu obvykle daná pevnou částkou, ale závisí na určitých budoucích událostech nebo vývoji. Tyto investiční nástroje mohou být navíc strukturovány tak, že je emitent může vypovědět předčasně, pokud produkt dosáhne cílové hodnoty; v takovém případě mohou být vypovězeny i automaticky. Příkladem strukturovaného produktu jsou např. tzv. zajištěné fondy, což je ve skutečnosti kombinace (termínovaného) vkladu a opce. Poslední dobou se nabídka strukturovaných produktů velmi rozrostla. Například jednu dobu byly z nepochopitelného důvodu hitem strukturované produkty vázané na ropu, dnes to bude třeba zlato atp.

rizika vyplývající z nákupu akcií. Nízká informovanost o rizicích byla také prokázána v případě, že jsou fondy oprávněny investovat do cenných papírů jiných fondů kolektivního investování (či přímo jiných FKI) - v tomto případě se informovanost pohybuje mezi 0 a 33%. Neúplná informovanost o rizicích se také prokázala v případě investičních nástrojů komodit či možnosti koncentrace nástrojů do určitého odvětví.

Významná asymetrie se také prokázala napříč investičními společnostmi. Informovanost, jež odpovídá 100 %, tj. kdy IS upozorňuje na všechna rizika vyplývající z oprávněných investičních nástrojů, se prokázala pouze u jedné investiční společnosti (QI), v ostatních případech se informovanost pohybovala od 29 % do 67 %.

Negativní dopad na rozhodování potenciálního investora je dán dále zejména nesouladem mezi technikami hospodaření fondu, které je fond oprávněn využívat a rizik z nich vyplývajících uváděných ve statutu. Následující tabulka sumarizuje výskyt AI v této oblasti.

Tab. č.12 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z technik hospodaření dle jednotlivých IS

	<i>rizika vyplývající z technik hospodaření</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD	<i>% zveřejnění informace</i>
investiční nástroje v cizích měnách	měnové	N	A	A	A	A	80%
finanční deriváty	finančních derivátů	A	N	A	A	A	80%
	pákového efektu	A	N	A	A	N	60%
poskytování půjček	úvěrové, snížení FK	N	X	A	A	N	50%
	nedostatečné likvidity	A	A	A	A	A	100%
repo-obchody	repo-operací	A	A	A	X	X	100%
přijímání půjček	insolvence, snížení FK	N	N	A	X	X	33%
	úrokové	A	N	A	X	N	50%
	nevypořádání transakcí	A	N	A	A	A	80%
	přecenění	A	N	A	X	N	50%
	právních vad	A	N	A	A	N	60%
	<i>% zveřejnění informací</i>	73%	30%	100%	100%	44%	

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tabulka je opět sestavena na principu A (tj. pokud je použita daná technika hospodaření a je upozorněno na příslušné riziko z této techniky vyplývající), N (pokud je použita daná technika, avšak není upozorněno na riziko z této techniky vyplývající) a X (pokud daná technika hospodaření není použita – tj. nehodnotí se ani výskyt příslušného rizika. Výskyt zveřejnění každé jednotlivé informace (poslední sloupec) je pak hodnocen

pochopitelně pouze z těch případů, kdy je technika hospodaření použita (tj. do výpočtu není zohledněno X).

V tomto případě analýza prokázala, že 100% informovanost a nulová AI existuje pouze v případě rizika nedostatečné likvidity a rizika vyplývajícího z repo-operací. Nejnižší míra informovanosti byla prokázána u případů, kdy je fond oprávněn přijímat půjčky na svůj účet, přičemž není upozorněno na riziko insolvence z toho vyplývající.

Významná AI panuje i napříč investičními společnostmi, kdy se informovanost pohybuje mezi 44 % až 100 %.

Zajímavostí je, že i přes zákonnou povinnost uvádět některá rizika, není tato povinnost dodržena všemi IS. Konkrétně na riziko měnové je upozorněno v 80 % případů, stejně jako na riziko vypořádání či riziko koncentrace.

Jak již bylo řečeno výše, kromě neupozornění na rizika může vznikat AI i z důvodu, že sice je na riziko upozorněno, avšak není stanoven investiční limit, který by vymezil rozsah, resp. míru dopadu příslušného rizika na fondový kapitál. V praxi to znamená, že i když je např. nákup akcií označen jako „doplňkový“ investiční nástroj, není-li zároveň definován investiční limit, tj. že např. pouze 10 % fondového kapitálu lze investovat do akcií, je teoreticky akciovým rizikem ohroženo až 100 % fondového kapitálu. Neuvedení těchto limitů tak zvyšuje rizikovost fondu a jeho investiční strategie.

Rizika z prvních dvou kategorií, tj. rizika neovlivnitelná a rizika fondů kvalifikovaných investorů svou povahou mají vliv na celý majetek fondu, tj. má se za to, že i když není na toto riziko ve statutu upozorněno, má vliv na 100 % hodnoty majetku fondu. Komplikovanější situace nastává v případě rizik vyplývajících z investiční strategie (nástrojů) a technik hospodaření. V tomto případě platí:

- není-li na riziko upozorněno, avšak fond je oprávněn daný investiční nástroj či techniku hospodaření použít, je v důsledku toho ohroženo existencí tohoto rizika 100 % majetku fondu (podrobná analýza dle jednotlivých společností je součástí přílohy č. 14 – 18, kde v posledním sloupci je vyčíslen % - ní dopad rizika na velikost fondového kapitálu);
- je-li na riziko upozorněno, avšak není uveden investiční limit, má se za to, že je také rizikem ohroženo až 100 % majetku fondu; Speciálně v této oblasti je prostor pro významnou eliminaci rizikovosti fondu, neboť např. pouhým nastavením limitu, že fond je oprávněn investovat do akcií 10 % majetku fondu je riziko

akciové limitováno pouze na 10 % hodnoty majetku fondu, resp. je tímto rizikem ohroženo pouze 10 % hodnoty majetku fondu, nikoliv 100 % (jak by tomu bylo v případě, kdyby limit stanoven nebyl).

Následující tabulka sumarizuje výskyt AI způsobený nezveřejněním investičních limitů používaných investičních nástrojů. Výsledkem této AI je zvýšení rizikovosti fondu, resp. zasažení celé hodnoty FK daným rizikem.

Tab. č. 13 Výsledky AI vyplývající z nezveřejnění investičních limitů

	<i>rizika vyplývající z investiční strategie</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
akcie	akciové	100%	A	100%	X	100%
dluhopisy	dluhopisové	A	A	100%	X	100%
směnky	dluhových CP, insolvence, snížení FK	X	X	A	X	X
komodity	negativního vývoje komodity	X	X	100%	X	100%
nemovitosti	negativního vývoje trhu s nemovitostmi	A	X	X	A	X
nemovitosti	změny klimatu, ekologická zátěž, vliv dotačních programů	A	X	X	X	X
obchodní účasti	selhání osoby, v níž má fond účast	A	X	X	100%	X
	koncentrace odvětví	N	A	A	100%	A
CP jiných fondů	kumulace poplatků při investicích do jiných fondů	X	N	100%	X	100%
CP jiných fondů	operační fondu, do něhož fond investuje	X	N	100%	X	100%
CP jiných fondů	změny hodnoty fondu, do něhož fond investuje	X	N	100%	X	100%
strukturované produkty	strukturovaných produktů	X	X	100%	X	X

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tabulka je založena na principu: A = investiční limit je stanoven, X = investiční limit stanoven není, neboť fond nepoužívá daný investiční nástroj, zbylá pole v tabulce vyjadřují, kolik % FK je ohroženo, resp. zasaženo daným rizikem, neboť není stanoven investiční limit.

V případě akciového rizika se jedná o dva chybějící limity: kolik % FK celkem lze investovat do akcií a kolik % FK lze investovat do akcií jedné společnosti; obdobně je tomu u rizika vyplývajícího z dluhopisů (tj. rizika, že dlužník neuhradí v den splatnosti hodnotu dluhopisu), tj. chybí limity kolik % FK celkem lze investovat do dluhopisů a kolik % FK lze investovat do dluhopisů jedné společnosti.

Další chybějící investiční limity jsou: kolik % FK lze investovat do komodit, kolik % FK lze investovat do obchodních účastí a kolik % do účasti v jedné osobě. Fondy dále nestanovují procentuální koncentraci prostředků fondu do jednoho odvětví a zejména

v případě možnosti investic do CP jiných fondů limity kolik % FK lze investovat do CP jiných fondů a kolik % FK lze investovat do jednoho fondu.

Z uvedené analýzy vyplývá, že není ani nutné kvůli eliminaci rizikovosti fondu snižovat množství oprávněných investičních nástrojů, nýbrž stačí stanovit kvalitně investiční limity. Jsou-li tyto stanoveny pro každý investiční nástroj (celkově kolik % FK lze investovat do jednoho typu nástroje) a zároveň pro jednu transakci (tj. pro nákup investičního nástroje od jednoho subjektu – např. akcie jedné firmy), jsou investiční rizika eliminována a především lze kvalifikovaně odhadnout míru rizikovosti fondu, resp. rozsah jednotlivých rizik.

Následující tabulka sumarizuje výsledky analýzy AI vyplývající z nezveřejnění limitů používaných technik hospodaření.

Tab. č. 14 Výsledky AI vyplývající z nezveřejnění limitů technik hospodaření

	<i>rizika vyplývající z technik hospodaření</i>	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
investiční nástroje v cizích měnách	měnové	100%	A	A	100%	100%
finanční deriváty	finančních derivátů	A	N	A	100%	A
	pákového efektu	A	N	A	100%	N
poskytování půjček	úvěrové, snížení FK	100%	X	100%	100%	N
	nedostatečné likvidity	A	A	A	A	100%
repo-obchody	repo-operací	100%	A	A	100%	X
přijímání půjček	insolvence, snížení FK	100%	N	A	X	X
	úrokové	A	N	100%	100%	100%

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tabulka je založena na stejném principu, jako předchozí tabulka, tj. A = investiční limit je stanoven, X = investiční limit stanoven není, neboť fond nepoužívá daný investiční nástroj, zbylá pole v tabulce vyjadřují, kolik % FK je ohroženo, resp. zasaženo daným rizikem, neboť není stanoven investiční limit.

Podrobně zpracovaná analýza dle jednotlivých IS je součástí příloh č. 19 – 23. Po komparaci získaných výsledků vyplynuly následující závěry:

- je-li fond oprávněn investovat do nástrojů v cizích měnách, chybí v praxi stanovení limitu, kolik % FK lze investovat do těchto nástrojů, příp. limitů dle jednotlivých měn;

- je-li fond oprávněn poskytovat půjčky, nesmí být opomenut limit, který stanovuje kolik % FK lze využít pro poskytování půjček a kolik % FK lze půjčit jednomu subjektu;
- využívá-li fond úrokově citlivé nástroje – např. poskytuje půjčky, jejichž úrok je vázán mj. na tržní úrokovou sazbu, nesmí být opomenut limit, kolik % FK lze takto využít;
- je-li fond oprávněn využívat ke svému obchodování repo-obchody, je nezbytné stanovit podmínky pro využití těchto obchodů

V úvodu této podkapitoly byla položena výzkumná otázka: *„Existuje asymetrie informací v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů?“* Po provedené analýze je nutno konstatovat, že ano, asymetrie informací existuje a je dána zejména 2 faktory: prvním zdrojem AI je fakt, že IS ve statutu fondu nezveřejňuje rizika, kterým je fond reálně vystaven, tj. asymetrie informací je dána neúplností informací uváděných ve statutu fondu; druhým zdrojem AI je fakt nezveřejnění investičních limitů souvisejících s vybranými investičními nástroji a technikami hospodaření. Pro účely vyhodnocení AI vyplývající z nezveřejnění rizik byly pomocí analýzy a následné komparace zveřejňovaných rizik ve statutu identifikovány následující skupiny rizik, jimž FKI podléhají, a to: rizika neovlivnitelná, rizika fondů kvalifikovaných investorů, rizika vyplývající z investiční strategie a technik hospodaření. AI se prokázala ve všech těchto skupinách, resp. zveřejňování jednotlivých rizik v rámci těchto skupin rizik nedosahuje 100% míry. Největší negativní dopad na potenciálního investora má nezveřejnění rizik vyplývajících z investiční strategie a rizikového profilu fondu, resp. zjištěný nesoulad mezi investičními nástroji a rizikovým profilem fondu. Důsledkem je pak snížení kvality odhadu rizikosti investiční strategie fondu potenciálním investorem.

Druhým zdrojem AI se ukázaly být v praxi nedostatečně nastavené investiční limity jednotlivých investičních nástrojů a technik hospodaření. Důsledkem toho je zvýšení míry jednotlivých rizik, resp. fakt, že není-li nastaven investiční limit, pak příslušným rizikem je ohroženo 100% fondového kapitálu a narůstá rizikovost celého fondu, resp. investice do něj.

5.4 Nákladové položky FKI jako zdroj AI

Oblastí, která se prokázala jako významný zdroj výskytu asymetrických informací, jsou poplatky hrazené fondem. Jelikož se jedná o jeden z rozhodujících faktorů determinující míru ziskovosti fondu, vznik AI daná nedostatečnou znalostí výše poplatků fondu, která by znemožnila potenciálnímu investorovi kvalifikovaný odhad budoucí výnosnosti fondu, může zásadním způsobem ovlivnit rozhodování potenciálního investora. Cílem eliminace AI je tedy zajistit potenciálnímu investorovi takové množství informací v dostatečné kvalitě, aby byl schopen kvalifikovaného odhadu budoucích poplatků fondu, resp. jeho nákladovosti.

Statut fondu rozlišuje poplatky hrazené z prostředků fondu:

- Poplatek za obhospodařování (v praxi FKI je většinou osoba obhospodařovatele a administrátora totožná, proto nebývá poplatek za administraci uváděn)
- Poplatek depozitáři
- Ostatní poplatky hrazené z prostředků fondu.

ZOISIF (2013) a vyhláška (246/2013 Sb.) stanovují, že IS je povinna zveřejňovat ve statutu FKI způsob výpočtu a stanovení těchto nákladů. Přesto však mohou existovat kvalitativní rozdíly mezi popisem a způsobu výpočtu těchto nákladů.

Byla proto položena následující výzkumná otázka:

„Existuje asymetrie informací způsobená prezentováním nákladových podmínek fondů kvalifikovaných investorů?“

Zodpovězení této otázky je podmíněno realizací 3 analýz. Nejdříve je analyzován způsob stanovování poplatku za obhospodařování. Kritériem je složitost výpočtu, resp. ověření, na jaké hodnoty je velikost poplatku navázána a zda je možno na základě informací zveřejňovaných ve statutu a výroční zprávě o hospodaření fondu tento poplatek vypočítat a predikovat potenciálním investorem. Stejným způsobem je analyzován způsob stanovování poplatku hrazenému depozitáři.

V poslední fázi je analyzován způsob zveřejňování dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu. Kritériem je zejména počet dalších nákladů hrazených z prostředků fondu a konečnost seznamu, resp. fakt, zda existuje možnost dalšího navýšení nákladovosti fondu.

5.4.1 Poplatek za obhospodařování

Poplatek za obhospodařování fondu tvoří nejčastěji dominantní složku nákladů fondu, IS jsou povinny zveřejňovat způsob jeho výpočtu dle zákona, nicméně přesná metoda výpočtu nemusí být totožná. Následující analýza, jejímž cílem je odhalení možné AI plynoucí z poplatku za obhospodařování je zaměřena na komparaci následujících kritérií:

- je zveřejněna metoda výpočtu poplatku za obhospodařování? (A/N)
- na jaké hodnoty je výše poplatku navázána?
- je stanovena maximální hodnota, které může poplatek dosáhnout? (A/N)

Tab. č. 15 zobrazuje komparaci způsobu prezentování poplatku za obhospodařování ve statutech fondů obhospodařovaných jednotlivými investičními společnostmi. Údaje vychází z posledních aktualizovaných statutů obhospodařovaných fondů.

Tab. č.15 Komparace způsobu prezentování poplatku za obhospodařování

poplatek za obhospodařování	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
zveřejněna metoda výpočtu	A	A	A	A	A
poplatek navázán na	průměrnou hodnotu aktiv	průměrná hodnota FK	průměrná hodnota FK	průměrná hodnota FK	průměrná hodnota FK
	pořizovací hodnotu investic	N	N	N	N
	výkonnost fondu	N	N	výkonnost fondu	N
stanovena maximální hodnota poplatku	N	A	A	N	A

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Všechny analyzované IS zveřejňují ve statutu v souladu se zákonem mechanismus výpočtu poplatku za obhospodařování. Každá IS však preferuje částečně odlišný způsob stanovení tohoto poplatku. Z pohledu kvality informací, resp. z pohledu možného vzniku asymetrie informací lze vyhodnotit, že komplikovanější struktura mechanismu výpočtu vede ke zhoršení schopnosti predikce potenciálního investora odhadnout budoucí nákladovost fondu. Každá IS má odvozenou výši poplatku za obhospodařování z průměrné roční hodnoty fondového kapitálu fondu. Zjišťování průměrné roční hodnoty kapitálu fondu však probíhá odlišně: z dat k poslednímu dni každého kalendářního měsíce, z průměrných hodnot stanovených ke dni stanovení hodnoty PL, příp. z denních hodnot fondového kapitálu. I když potenciální investor nemá tato data k dispozici, neboť IS obhospodařující FKI nezveřejňují

denní či měsíční hodnoty FK, velikost fondového kapitálu je známa min. 1x ročně ve Zprávě o hospodaření fondu, která je přílohou účetní závěrky IS, tedy potenciální investor může min. predikovat výši poplatku za obhospodařování z této velikosti (příp. s přihlédnutím k určitému odhadu růstu fondu). Komplikovanější situace je v případě, kdy je poplatek za obhospodařování navázán na výše ukazatelů, jako tomu je např. v případě AVANT investiční společnost, a.s. V tomto případě, pokud by chtěl potenciální investor predikovat budoucí nákladovost fondu, resp. výši poplatku za obhospodařování, musel by odhadovat dále velikost a počet plánovaných investic realizovaných na účet fondu a budoucí výkonnost fondu. Pochopitelně v tomto případě AI narůstá a míra přesnosti predikce velikosti poplatku klesá.

Z uvedené analýzy vyplývá, jaké faktory zvyšují AI ve snaze odhadu budoucí nákladovosti fondu potenciálním investorem:

- 1) navázání velikosti poplatku na více ukazatelů (hodnota aktiv, výkonnost fondu, PC investic, a další) a
- 2) nestanovení maximální hodnoty, které poplatek za obhospodařování může dosáhnout.

Doporučení pro eliminaci AI jsou proto odvození poplatku od průměrné hodnoty fondového kapitálu, zveřejňování denních, příp. měsíčních hodnot FK a stanovení maximální hodnoty, jenž může poplatek za obhospodařování dosáhnout.

5.4.2 Poplatek depozitáři

Každá z analyzovaných investičních společností zveřejňuje v souladu se zákonem ve statutu fondu mechanismus výpočtu poplatku hrazeného depozitářské bance. V praxi u FKI se nejčastěji jedná o poplatky do výše až 0,5 % p. a. z průměrné hodnoty fondového kapitálu. Tedy obdobně jako v případě poplatku obhospodařovateli je i poplatek depozitářský navázán především na velikost fondového kapitálu. Pro ověření, zda může vzniknout AI při snaze odhadnout (potenciálním investorem) budoucí náklady na poplatky hrazené depozitáři, je provedena analýza, jež je založena na komparaci následujících kritérií:

- je zveřejněna metoda výpočtu poplatku za obhospodařování? (A/N)
- na jaké hodnoty je výše poplatku navázána?
- je stanovena maximální hodnota, které může poplatek dosáhnout? (A/N)

Tab. č.16 zobrazuje komparaci způsobu prezentování depozitářského poplatku ve statutech fondů obhospodařovaných jednotlivými investičními společnostmi. Údaje vychází z posledních aktualizovaných statutů obhospodařovaných fondů.

Tab. č.16 Komparace způsobu prezentování depozitářského poplatku

	AVANT	IS CS	J & T	QI	WOOD
zveřejněna metoda výpočtu	A	A	A	A	A
poplatek navázán na	průměrnou hodnotu FK	průměrnou hodnotu FK	průměrnou hodnotu FK	fixní částka	průměrnou hodnotu FK
stanovena maximální hodnota poplatku	N	A	A	A	N

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Všechny analyzované IS zveřejňují ve statutu v souladu se zákonem mechanismus výpočtu poplatku hrazenému depozitářské bance. Převažuje stanovení výpočtu v závislosti na průměrné hodnotě FK, pouze v jednom případě je poplatek stanoven fixní částku. Z pohledu predikce potenciálním investorem je pro eliminaci AI nejvhodnější užití fixního poplatku, nicméně s určitou mírou pravděpodobnosti lze poplatek predikovat i v případě navázání poplatku na průměrnou hodnotu FK (který je počítán z denních, příp. měsíčních hodnot FK, které však nejsou potenciálnímu investorovi k dispozici; pro účely predikce lze však využít průměrných ročních hodnot FK).

Z uvedené analýzy vyplývají opět faktory zvyšující míru AI, a to zejména nestanovení maximální hodnoty poplatku (týká se zejména fondů s vysokým FK).

5.4.3 Další poplatky hrazené fondem

Nejvyšší nákladovou položkou obhospodařovaných PF FKI jsou poplatky za obhospodařování a poplatky depozitáři, nicméně každá IS definuje i další poplatky, jež jsou hrazeny z prostředků fondu. Poplatek za obhospodařování tedy nezahrnuje „veškeré“ náklady spojené s provozem a hospodařením daného podílového fondu. Následující text analyzuje strukturu nákladů hrazených z prostředků fondu uváděnou ve statutech jednotlivých fondů. Pro potenciálního investora je to také jedna z klíčových věcí, neboť relativně nízký poplatek za obhospodařování, který je na první pohled lákavý a vypovídající o nízké nákladovosti fondu, může být v praxi doplněn relativně vysokými dalšími náklady fondu a naopak. I když je poplatek za obhospodařování dominantní složkou mezi náklady, nelze tak opomíjet i další

náklady. Mnohdy výčet „dalších nákladů hrazených z prostředků fondu“ poskytuje investiční společnosti jistou rezervu v tom, že poplatek za obhospodařování je využíván pro účely IS a řada dalších výdajů je dále hrazena z prostředků fondu, přitom jiné společnosti mají tyto náklady např. součástí poplatku za obhospodařování.

Jelikož neexistuje přesný popis, resp. výčet poplatků, které mohou být dále hrazeny z prostředků fondu, vznikly v praxi mezi IS značné rozdíly ve vykazování těchto nákladů. Následující analýza se proto zaměřuje na odhalení možných zdrojů AI, které by mohly vést k navýšení nákladovosti fondu nad současnou či predikovanou úroveň. Kritéria analýzy jsou následující:

- uvádí IS ve statutu FKI výčet dalších nákladů hrazených z prostředků FKI?
- je tento seznam konečný, nebo umožňuje další navyšování nákladů?
- uvádí IS maximální celkovou nákladovost fondu?

V příloze č. 13 je provedena sumarizace výčtu dalších nákladů hrazených z prostředků fondu, jak je uvádí ve statutech fondů jednotlivé IS. Celkem takto bylo identifikováno 32 různých dalších nákladů. Z těchto veškerých nákladů uvádí AVANT a IS CS 13 různých nákladů, J&T 27, QI 20 a WOOD 14. Procentuální vyčíslení informovanosti je uvedeno v této příloze.

Následující tabulka sumarizuje další náklady, které uvádí všechny IS ve statutech fondů. Tyto náklady jsou společné pro všechny analyzované IS, resp. jimi obhospodařované fondy.

Tab. č.17 Další náklady hrazené z prostředků fondu uváděné ve 100% případech

Daně
soudní poplatky
náklady na daňový audit
náklady na účetní audit
poplatky za vedení účtu
poplatky za úschovu CP
náklady na cizí kapitál (úroky z úvěrů)

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Následující tabulka sumarizuje další náklady, které uvádí 80 % analyzovaných IS ve statutech jimi obhospodařovaných fondů.

Tab. č.18 Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 80 % případů

správní poplatky
notářské poplatky
náklady spojené s obchody s CP (provize, poplatky organizátorům trhu a obchodníkům s CP)
náklady z opčních operací
náklady z termínovaných operací

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tab. č.19 tabulka sumarizuje další náklady, které uvádí 60 % analyzovaných IS ve statutech jimi obhospodařovaných fondů.

Tab. č.19 Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 60 % případů

právní poplatky
náklady na pojištění majetku fondu
náklady na pořízení majetkových hodnot (analýzy, due diligence, znalecké posudky)
poplatky za vedení majetkových účtů CP

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Následující tabulka sumarizuje další náklady, které uvádí 40 % analyzovaných IS ve statutech jimi obhospodařovaných fondů.

Tab. č.20 Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 40 % případů

náklady na znalecké posudky, vyžaduje-li to zákon
náklady spojené se zápůjčováním CP
náklady na repo-obchody
poplatky za uvedení PF na trh

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tabulka č. 21sumarizuje další náklady, které uvádí 20 % analyzovaných IS ve statutech jimi obhospodařovaných fondů.

Tab. č.21 Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 20 % případů

ověřené překlady
náklady na energie, služby, údržbu, opravy a ostatní provozní náklady
development, dozorová činnost, facility management
náklady na zajištění, snížení rizika event. náklady na snížení nákladů souvisejících s obhospodařováním
náklady na registraci a evidenci podílníků v evidenci investičních nástrojů
poplatky za měnovou konverzi
záporné kursové rozdíly
pořizovací cena prodávaného CP
přirážka za prodej a srážka za odkup PL OPF v majetku fondu
náklady prokazatelně spojené s dosažením výnosů z majetku fondu
náklady spojené s realizací výnosů z majetkových hodnot
náklady na vymáhání pohledávek (př. daňové vratky)

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Z uvedeného je jasné patrné, jaké existují rozdíly a nesourodost ve vykazování dalších nákladů FKI. Kromě tohoto nesouladu má však na AI v neprospěch potenciálního investora větší vliv fakt, zda je uváděný výčet konečný či nikoliv. Následující tabulka zachycuje fakt, že všechny IS uvádí ve statutu seznam dalších nákladů hrazených z prostředků fondu, nicméně pouze ve 40 % je tento seznam „konečný“, neboť v 60 % případů statuty umožňují zahrnout do nákladů i „další náklady výše neuvedené, jsou-li vynaloženy v souladu s řádným obhospodařováním fondu“. Tímto prakticky nelze odhadnout výši nákladů, neboť teoreticky může dojít k jejich navyšování nad rámec uvedený ve výčtu nákladů ve statutu.

Tab. č. 22 Přehled prezentování dalších nákladů ve statutech fondů

	<i>AVANT</i>	<i>IS_CS</i>	<i>J&T</i>	<i>QI</i>	<i>WOOD</i>
uvádí IS ve statutu FKI seznam dalších nákladů	A	A	A	A	A
je tento seznam konečný	A	A	N	N	N
je stanovena maximální celková nákladovost fondu TER?	A	N	N	N	N

Zdroj: vlastní zpracování, data: statuty FKI jednotlivých IS zveřejňované k 31. 12. 2014

Tento fakt by byl kompenzován uváděním maximální celkové nákladovosti fondu, která by fungovala jako strop, neboli poskytovala by potenciálnímu investorovi informaci o maximální výši celkových nákladů fondu, se kterou může kalkulovat při výpočtu/odhadu budoucí výnosnosti fondu.

5.4.4 Vyhodnocení AI v nákladových položkách FKI

Kapitola 5.4 je věnována analýze nákladových položek FKI jako určujícího fakturu ovlivňujícího velikosti zisku. Struktura nákladů FKI je následující:

- poplatek za obhospodařování,
- poplatek depozitáři a
- další poplatky.

Poplatek za obhospodařování tvoří dominantní složku nákladů a případná AI má zde největší vliv na zhodnocení investice. Vliv poplatku za obhospodařování na výnosnost fondu a následně investice potenciálního investora je zachycen v následujícím schématu:

Schéma č. 9 Vliv poplatku za obhospodařování na výkonnost fondu/investice



Zdroj: vlastní zpracování

Poplatek za obhospodařování činí v praxi cca 70 – 95 % celkových nákladů fondu, proto způsob jeho stanovení je určující pro míru výnosnosti fondu a případná AI tak může zásadním způsobem ovlivnit ziskovost fondu. Analýza způsobu stanovení poplatku za obhospodařování prokázala, že existují rozdíly ve způsobu jeho stanovení. AI s negativním dopadem na potenciálního investora je dána mechanismem výpočtu, neboť:

- poplatek je ve všech případech navázán na velikost průměrné hodnoty fondového kapitálu (ta je však vyjádřena z měsíčních či denních hodnot, které nejsou veřejně dostupné; hrubá predikce je však možná z ročních hodnot zveřejněných ve výročních zprávách FKI);
- je-li poplatek navázán na více ukazatelů (v praxi např. velikost pořizovací hodnoty investice realizovaných na účet fondu, nebo výkonnost fondu), je prakticky nemožné, aby potenciální investor dokázal predikovat budoucí nákladovost fondu.

Významnou roli s vlivem na AI má také fakt, že pouze ve 20 % případů byla ve statutech fondu zveřejněna maximální celková nákladovost fondu (TER). Stanovení maximální výše TER přitom vymezuje hranici, jakou nákladovost fondu může potenciální investor predikovat. Stanovení této výše eliminuje riziko vzniku AI zejména v tom případě, není-li např. stanovena maximální výše poplatku za obhospodařování, příp. je-li poplatek za obhospodařování navázán na více ukazatelů, což komplikuje možnosti jeho predikce či existuje možnost navýšení „dalších poplatků“ hrazených z prostředků fondu.

V případě depozitářského poplatku byla také prokázána rozdílnost ve způsobu stanovení (mechanismu výpočtu) tohoto poplatku, dopad (hloubka) této AI však není tak významná, jako v případě poplatku za obhospodařování. Jako optimální způsob eliminace se jeví stanovení poplatku fixní částkou.

Významné rozdíly byly zjištěny ve způsobech stanovení „dalších poplatků“ hrazených z prostředků fondu. IS zveřejňují seznam dalších nákladů fondu, tyto se mezi jednotlivými IS, resp. FKI významně liší. Pouze 6 poplatků společně uvádí všech 100 % IS, přitom bylo

identifikováno celkem 32 různých poplatků. Vznikne-li v důsledku neúplného výčtu dalších nákladů AI, může tato AI mít zásadní dopad na celkovou nákladovost fondu a následně i na výnosnost fondu a investice. Nelze však vyhodnotit, že čím více položek nákladů bude uvedeno, tím menší AI existuje. Zásadní pro vznik AI není počet uváděných dalších nákladů, nýbrž „konečnost“ seznamu. Tato konečnost seznamu je vyjádřena tím, zda IS ve statutu FKI v seznamu dalších nákladů uvádí i možnost zahrnutí ještě „dalších, výše neuvedených nákladů fondu“. Tímto fakticky není stanoven strop, kam až mohou poplatky fondu sahat a není prakticky možno predikovat maximální hodnotu nákladů fondu. V praxi v 60 % byla ve statutech FKI tato možnost navýšení nákladů ponechána. Jako možná eliminace AI se v tomto případě nabízí stanovení maximální výše celkové nákladovosti fondu TER.

V úvodu kapitoly byla položena výzkumná otázka: **„Existuje asymetrie informací způsobená prezentováním nákladových podmínek fondů kvalifikovaných investorů?“** Po provedené analýze lze konstatovat, že AI existuje a je dána zejména tím, že nejsou zveřejněny přesné a úplné informace o výši poplatků, resp. informace jsou uváděny tak, že umožňují v mnoha případech další navýšení poplatků a nákladů fondu a potenciálnímu investorovi tak znemožňují upřesnit odhad o vývoji nákladových položek fondu do budoucna.

Vzhledem ke své velikosti hraje stěžejní roli poplatek za obhospodařování, resp. jeho velikost, dále depozitářské poplatky a v neposlední řadě výčet všech dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu.

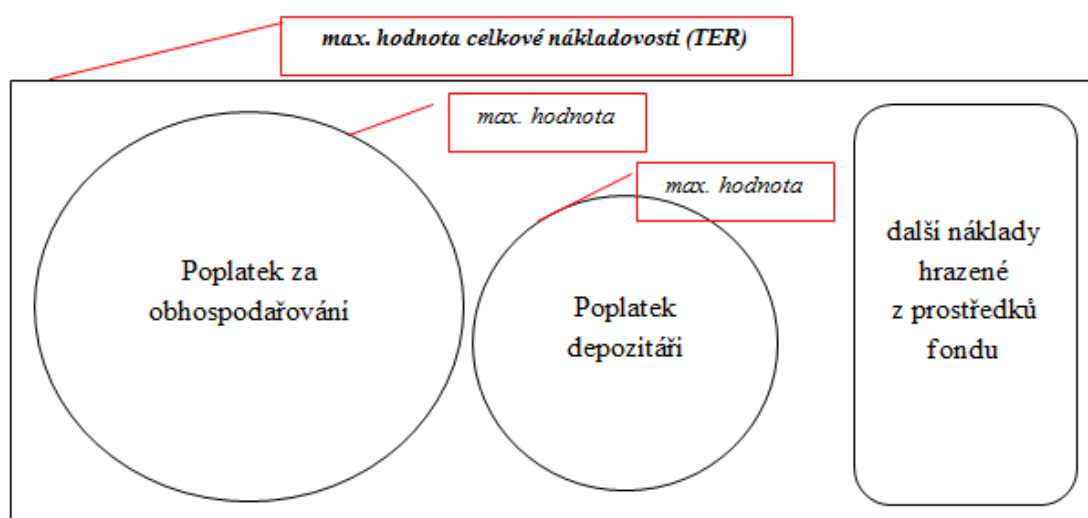
Jako způsob eliminace vzniku AI, která by znemožnila potenciálnímu investorovi kvalifikovaný odhad budoucí nákladovosti fondu, vyplynulo a doporučení pro eliminaci AI jsou proto následující:

- 1) eliminace mechanismu výpočtu poplatku za obhospodařování - navázání výše poplatku za obhospodařování na jeden vybraný ukazatel, např. na průměrnou hodnotu FK;
- 2) eliminace mechanismu výpočtu depozitářského poplatku – jeho možné stanovení fixní částkou;
- 3) stanovení výčtu dalších poplatků hrazených z prostředků fondu, garance konečného výčtu těchto nákladů, bez možného navýšení „dalších nákladů“;

- 4) stanovení maximální celkové nákladovosti fondu (TER), které může fond dosáhnout (tj. při součtu všech nákladů: poplatku za obhospodařování, depozitářského poplatku i dalších nákladů).

Následující schéma znázorňuje strukturu nákladů fondů kvalifikovaných investorů a možnosti eliminace AI.

Schéma č. 10 Možnosti eliminace AI v oblasti stanovení nákladové stránky FKI



Zdroj: vlastní zpracování

Ze schématu je patrné, že opatření, které by mělo komplexní vliv na eliminaci AI v oblasti nákladů fondu je stanovení a garance maximální hodnoty celkové nákladovosti fondu (TER). Pokud by existovala AI v oblasti poplatku za obhospodařování, nebo ostatních poplatků, stanovení této maximální hodnoty TER by fungovalo jako celkový strop nákladů pro účely predikce potenciálním investorem.

5.5 Simulace dopadů AI na rozhodování potenciálního investora

V předchozích kapitolách byla zkoumána otázka, zda existuje asymetrie informací – nejdříve ve způsobu prezentování informací o IS a FKI prostřednictvím portálu ČNB, následně zda existuje AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI, ve způsobu prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondu a v oblasti prezentování

nákladových podmínek FKI. Doposud tak byla zkoumána otázka samotné existence asymetrie informací.

Tato kapitola je zaměřena na zjištění míry vlivu asymetrie informací na výnosnost investora investujícího do FKI. Byla proto položena následující výzkumná otázka:

„Má asymetrie informací vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů?“

Pro zodpovězení této otázky budou provedeny dvě simulace, jejichž cílem bude kvantifikovat dopad asymetrie informací na výnos z investice do FKI. Obě simulace vycházejí z faktů zjištěných v kapitolách výše, tj. že byla prokázána asymetrie informací s negativním dopadem na straně potenciálního investora. Důvodem pro provedení simulace je potvrzení/vyvrácení předpokladu, že zjištěné existence asymetrie informací zvyšují rizikovost investice potenciálního investora do fondu kvalifikovaných investorů.

Po provedení simulací budou prostřednictvím syntézy zjištěné výsledky zobecněny a prezentovány pro zodpovězení výzkumné otázky, zda má AI vliv na výnosnost investorů FKI (a pokud ano, tak jaký vliv). Výsledkem tak bude vytvoření přehledu AI s největším vlivem na výnosnost investora až po nejmenší vliv.

AI jsou přítomné v investičním rozhodování do FKI bez ohledu na fakt, zda je konkrétní FKI ziskový, či aktuálně ztrátový. Jak bylo prokázáno v předchozích kapitolách, v žádném fondu, resp. u žádné IS obhospodařující FKI, nebyla prokázána 100% informovanost bez výskytu AI. Pro ověření vlivu AI na výnosnost investora je tak směřodaté, jak prokázané AI zvyšují rizikovost a následně výnosnost fondu.

Budou provedeny 2 vzorové simulace s využitím reálných dat o dvou FKI, jež charakterizují zároveň výsledky analýzy a syntézy zjištěných výsledků existence AI, přitom jeden FKI vykazuje v posledních letech ziskový profil, druhý fond naopak ztrátový

V obou případech je předpokládán rozhodovací proces rizikově averzního investora uvažujícího o investici do podílového FKI v hodnotě 5.000.000,- Kč. Investičním horizontem je předpokládáno období 3 roků. Typ fondů růstový, tj. investorovi není vyplácen v průběhu investice výnos z držby podílových listů, hodnota investice navýšená/snížená o výnos/ztrátu fondu za investiční období je investorovi vyplacena po uplynutí investičního horizontu, tj. po 3 letech.

Výnosnost investora je dána čistou současnou hodnotou investice, tedy vztahem:

$$NPV = \frac{PL_T * n}{(1 + i)^T} - (PL_0 * n + a * PL_0 * n)$$

kde:

NPV	čistá současná hodnota investice
PL _T	hodnota PL na konci investičního horizontu
PL ₀	hodnota PL v době nákupu
n	počet nakoupených PL
T	investiční horizont 3 roky
α	vstupní poplatek v % vyjádření
i	diskontní faktor zahrnující vývoj inflace

Hodnota podílových listů v konkrétním období je dána vždy hodnotou vlastního kapitálu fondu a počtu podílových listů. Matematicky vyjádřeno:

$$PL = \frac{VK}{\text{Počet PL}}$$

kde:

PL	hodnota PL fondu v daném období
VK	hodnota vlastního kapitálu

Hodnota vlastního kapitálu, jenž je určující pro výpočet hodnoty podílových listů je dán vztahem:

$$VK = ZK + VA + EA + NZ + KF + OR + Z$$

kde:

VK	vlastní kapitál
ZK	základní kapitál
VA	vlastní akcie
EA	emisní ážio
NZ	nerozdělený zisk/ztráta z předchozích období
KF	kapitálové fondy
OR	oceňovací rozdíly

Z zisk/ztráta

Zisk FKI je pak ovlivněn řadou faktorů a je dán vztahem:

$$ZISK = VÚ - PzO - DP \pm ZzFO - DN - t * ZpZ$$

kde:

VÚ výnosy z úroků

PzO poplatek za obhospodařování

DP depozitářský poplatek

ZzFO zisk/ztráta z finančních operací

DN další náklady

t daňová sazba

ZpZ zisk před zdaněním

Pro dosažení cíle simulace budou využity následující metody: V prvním kroku bude provedena jedno-faktorová Analýza citlivosti, díky které budou zjišťovány dopady izolovaných změn jednotlivých rizikových faktorů na finanční kritérium, kterým je čistá současná hodnota výše popsané investice. Změny rizikových faktorů budou zkoumány jak pomocí pesimistických či optimistických hodnot, tak pomocí odchylek od plánovaných hodnot (tj. nejpravděpodobnějších) v rozmezí $\pm 10\%$. Jelikož simulace vycházejí z reálných dat (tedy zároveň historických dat) roku 2011 – 2014, jako nejpravděpodobnější scénář je zvolena právě situace skutečných výsledků. Jednotlivé scénáře pak budou zobrazovat situace s výskytem AI a jejich vliv na výnosnost investice.

Následně bude provedena What-If analýza, jako určité rozšíření analýzy citlivosti, pomocí které bude zkoumán dopad současných změn více veličin. Dojde tak k vytvoření množství hypotetických situací, které mohou nastat vč. vyjádření dopadu těchto situací na čistou současnou hodnotu investice.

Poslední užitou metodou bude simulace Monte Carlo, díky které pomocí generování velkého počtu scénářů budou propočtena finanční kritéria pro každý scénář. Výstupem pak budou rozdělení pravděpodobnosti a statistické charakteristiky k celému souboru scénářů.

5.5.1 Simulace č. 1

Předpoklady simulace:

- typ fondu: růstový, bez průběžné výplaty výnosu z držby podílů
- hodnota investice: 5.000.000,-
- investiční horizont: 3 roky
- nominální hodnota PL: 1 Kč
- vstupní poplatek: 2 % z investované částky

Vstupní data simulace zobrazuje následující tabulka. Hodnocen bude investiční horizont daný nákupem PL k 1. 1. 2012 a prodejem PL k 31. 12. 2014.

Tab. č.23 Vstupní data Simulace č. 1

Vstupní data	Jednotka	2011	2012	2013	2014
		Částka	Částka	Částka	Částka
Výnosy z úroků	tis. Kč	16 494	26 717	39 035	78 541
Poplatek za obhospodařování 1%	tis. Kč	2 702	4 184	6 244	12 939
Depozitářský poplatek 0,032%	tis. Kč	103	161	242	500
Zisk/ztráta z fin. operací	tis. Kč	89	-871	1 086	5 398
Další náklady, z toho:	tis. Kč	760	1 160	1 830	3 730
- ostatní fin. náklady	tis. Kč	35	50	75	167
- správní náklady	tis. Kč	40	40	81	49
- daň	tis. Kč	685	1 071	1 674	3 514
ZISK	tis. Kč	13 018	20 341	31 805	66 770
hodnota PL na začátku roku	Kč	-	1,0610	1,1142	1,1756
hodnota PL na konci roku	Kč	1,0610	1,1142	1,1756	1,2385
inflace	%	1,90	3,30	1,40	0,40
počet PL fondu	ks	369 895	412 380	979 718	1 104 135
Vlastní kapitál	tis. Kč	392 458	459 489	1 151 769	1 367 437
Základní kapitál	tis. Kč	-	-	-	-
Vlastní akcie	tis. Kč	-	-	-	-
Emisní ážio	tis. Kč	8 379	12 584	72 537	97 018
Nerozdělený zisk z min. obd.	tis. Kč	1 166	14 184	67 709	99 514
Kapitálové fondy	tis. Kč	369 895	412 380	979 718	1 104 135
Oceňovací rozdíly	tis. Kč	-	-	-	-

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky analýzy existence AI a jejich následné syntézy prokázaly následující AI, jenž nyní bude zkoumána z kvalitativního hlediska tak, aby byla zodpovězena výzkumná otázka „Má AI vliv na výnosnost investorů FKI“?

Testované AI a tedy *rizikové faktory* výnosnosti investorů jsou:

- velikost poplatku za obhospodařování, ten je dán na úrovni 1 % z průměrné hodnoty fondového kapitálu, nicméně statut fondu jeho maximální možnou výši až na 2 % z průměrné hodnoty fondového kapitálu; existuje tedy riziko změny poplatku v rozmezí 0 – 2 %;
- velikost depozitářského poplatku; aktuálně na úrovni 0,032 % z průměrné hodnoty fondového kapitálu, nicméně statutem není stanovena maximální možná výše; existuje tedy riziko nárůstu poplatku nad aktuální úroveň;
- velikost dalších nákladů hrazených z fondu; fond sice uvádí seznam nákladů hrazených z prostředků fondu, nicméně je ponechána možnost zahrnout i další, nejmenované, náklady fondu; může tedy dojít k jakémukoliv navýšení nákladů, neboť není ani stanovena maximální celková nákladovost fondu TER, jež by fungovala jako strop celkové výše všech nákladů fondu;
- daňová sazba – aktuálně ve výši 5 % je rizikovým faktorem pro možnost změny její výše; za dobu existence FKI v ČR se prakticky neustále diskutuje o ideální výši zdanění fondů, od návrhů pouhého 1 % (jako snaha o podporu vzniku fondového centra v ČR po vzoru Lucemburska) až po návrh 19 % zdanění na úrovni korporátní daně (jako opatření proti využívání FKI jako alternativní správy daní);
- inflace – prvek snižující míru výnosnosti investice, diskontní faktor budoucích toků; vysoké hodnoty inflace mohou prakticky znehodnotit investiční příležitost do záporných hodnot reálného výnosu;
- velikost vstupního poplatku – aktuálně ve výši 2 % z aktuální hodnoty PL; statut však umožňuje jeho maximální výši až na úrovni 3 % aktuální hodnoty PL, lze tak očekávat jeho možné navýšení.

Analýza citlivosti

Jednofaktorová analýza citlivosti vychází ze vstupních dat uvedených v tabulce č. 23. Nejdříve bude analyzován dopad změn jednotlivých faktorů rizika na čistou současnou hodnotu investice za předpokladu, že jsou stanoveny scénáře těchto faktorů rizika v podobě pesimistického, nejpravděpodobnějšího a optimistického scénáře. Nejpravděpodobnějším scénářem je označena ta situace, která reálně popisuje skutečný stav daného FKI, resp. investice, tj. variantu realizace investice v horizontu 1. 1. 2012 – 31. 12. 2014 se vstupními

údaji, jaké odpovídali skutečnosti. Pesimistický a optimistický scénář je vytvořen na základě zjištěné existence AI (viz předchozí kapitoly).

Rizikové faktory byly identifikovány následovně a jsou zobrazeny v tab. č.24 Scénáře hodnot faktorů rizika:

- poplatek za obhospodařování; nejpravděpodobnější scénář zobrazuje aktuální výši poplatku ve výši 1 % z průměrné hodnoty fondového kapitálu; pesimistický scénář uvažuje s 2% výši tohoto poplatku, neboť výsledky existence AI v této oblasti prokázaly, že fond je oprávněn dle statutu účtovat poplatek až do výše 2 % z průměrné hodnoty FK; optimistický scénář pak zahrnuje očekávání 0,5% výše poplatku za obhospodařování, kdy jeho hodnota vychází z nejnižších zjištěných hodnot tohoto poplatku mezi fondy.
- depozitářský poplatek; nejpravděpodobnější scénář opět zobrazuje aktuální výši poplatku ve výši, a to ve výši 0,032 % z průměrné hodnoty fondového kapitálu; pesimistický scénář pak vychází z existence AI jenž je dána tím, že není zveřejněna maximální výše tohoto poplatku a může tak dojít k jeho navýšení – zvolena je hodnota 0,5 %, která odpovídá nejvyšším hodnotám tohoto poplatku mezi fondy; optimistická varianta 0,01 % zobrazuje spíše teoretickou možnost poplatku na jeho velmi nízké úrovni.
- další náklady hrazené z prostředků fondu jsou oblastí s významným výskytem AI, neboť byla prokázána AI spočívající v možném navyšování dalších položek nákladů účtovaných fondu a nenastavení maximální výše celkových nákladů fondu (tedy nákladového stropu); nejpravděpodobnější scénář vychází ze zjištěných výsledků, kdy tyto „další náklady“ tvoří v průměru nejčastěji 2 % z celkových nákladů (celkové náklady zahrnují poplatek za obhospodařování, depozitářský poplatek, tyto další náklady – tj. finanční a správní náklady; daň není zahrnuta); pesimistickým scénářem je pak nastavena hodnota 4 % což znamená zdvojnásobení velikosti dalších poplatků ceteris paribus; optimistickým scénářem je myšleno snížení aktuální výše těchto poplatků na polovinu, což může být např. dáno zahrnutím určitých poplatků do poplatku za obhospodařování.
- daňová sazba na úrovni FKI je aktuálně, tj. nejpravděpodobnějším scénářem je výše 5 %; pesimistický scénář vychází z teorie, že by mohlo dojít k navýšení daňové sazby na úroveň korporátní daně; optimistický scénář pak zobrazuje situaci, která byla také

v ČR debatována, a to naopak snížení daně až na úroveň 1 % z důvodu podpory fondového zázemí v ČR.

- inflace jako rizikový faktor, který znehodnocuje hodnotu vložené finanční částky investorem je v nejpravděpodobnějším scénáři nastavena na úroveň 0,4 %, pesimistický scénář zobrazuje nejvyšší hodnotu inflace v posledních 3 letech, tedy úroveň 3,3 % a optimistický scénář pak reflektuje nízkou míru inflace na úrovni 0,1 %.
- vstupní poplatek hrazený na počátku investice investorem je významným faktorem snižujícím celkovou výnosnost investora; nejpravděpodobnějším scénářem je označena situace, kdy poplatek činí 2 % z investované částky, což odpovídá aktuálně nastaveným podmínkám fondu a průměrné výši tohoto poplatku na trhu; pesimistickým scénářem je poté nastavena hodnota 3 %, která vychází ze zjišťované AI, jež prokázala možný nárůst vstupního poplatku na tuto úroveň, což je dáno statutem, který i přes aktuální 2% výši poplatku stanovuje jeho možnou maximální hodnotu na 3 % vstupní investice.

Tab. č.24 Scénáře hodnot faktorů rizika

<i>Faktor rizika</i>	<i>Jednotka</i>	<i>Scénář</i>		
		<i>pesimistický</i>	<i>nejpravděpodobnější</i>	<i>optimistický</i>
Poplatek za obhospodařování	%	2%	1%	0,50%
Depozitářský poplatek	%	0,50%	0,032%	0,01%
Další náklady (v % z celk.nákl.)	%	4%	2%	1%
Daň z příjmu FKI	%	19%	5%	1%
inflace	%	3,30%	0,40%	0,10%
vstupní poplatek	%	3%	2%	0%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky analýzy citlivosti jsou zobrazeny v následující tabulce. Hodnoceno je riziko pesimistického scénáře jednotlivých faktorů rizika. „N“ je označení hodnot faktorů rizik nejpravděpodobnějšího scénáře, „P“ zachycuje hodnoty rizika pesimistického scénáře. Sloupec NPV zachycuje vliv změny jednotlivého faktoru rizika (z hodnoty N a hodnotu P) na čistou současnou hodnotu investice. Poslední dva sloupce zachycují pokles čisté současné hodnoty v absolutním a relativním vyjádření.

Tab. č.25 Výsledky analýzy citlivosti – scénáře faktorů rizika

<i>Faktor rizika</i>	<i>Hodnota faktoru</i>		<i>NPV</i>	<i>Pokles NPV</i>	
	<i>N</i>	<i>P</i>	<i>Kč</i>	<i>A (Kč)</i>	<i>R (%)</i>
Poplatek za obhospodařování	1%	2%	612 293,29	54 567,35	8,18%
Depozitářský poplatek	0,032%	0,500%	636 021,80	30 838,84	4,62%
Další náklady	2%	4%	665 949,71	910,93	0,14%
Daň z příjmu FKI	5%	19%	625 362,80	41 497,84	6,22%
inflace	0,40%	3,3%	194 678,94	472 181,70	70,81%
vstupní poplatek	2%	3%	616 860,64	50 000,00	7,50%

NVP nejpravděpodobnější scénář: **666 860,64**

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků analýzy citlivosti jednoznačně vyplývá, že na výnosnost investora má jednoznačně nejvyšší vliv míra inflace (resp. neočekávaný nárůst míry inflace). Jedná se o faktor, který je mimo možnosti eliminace rizika ze strany investora. Důležitý ukazatel je poplatek za obhospodařování, který vlivem AI může způsobit pokles NPV investora o 8,18 %, depozitářský poplatek pak může způsobit pokles NPV o 4,62 %, další náklady se podílí na poklesu 0,14 %, tedy v porovnání s ostatními faktory nepatrně. Daň z příjmu může v případě navýšení na 19 % způsobit investorovi újmu ve výši 6,22 %, avšak zde se dá předpokládat, že kvalifikovaný investor bude informován (resp. vyvine snahu o získání informací o plánovaných daňových změnách v oblasti zdaňování FKI) o možných budoucích změnách daňového zatížení FKI. Obdobně vstupní poplatek, resp. jeho výše má na investiční výnos značný vliv 7,5 %, ovšem při rozhodování o investici se jedná o jednorázový nákup, kdy investor je na začátku obeznámen s podmínkami nákupu a v investičním horizontu již tuto záležitost neřeší. Nicméně informace je potřebná pro případné srovnání více investičních příležitostí (více fondů).

V rámci této analýzy byly zkoumány vlivy faktorů rizika založených na jednotlivých scénářích, tj. byla stanovena na základě analýzy reálných dat a výskytu AI odlišná výše nejistoty jednotlivých faktorů. Pro popsání vlivu jednotlivých faktorů rizika na finanční kritérium NPV investice bude provedena ještě další analýza citlivosti, která bude porovnávat procentuální pokles hodnoty faktoru rizika (± 10 %) na NPV investice. Tímto jsou eliminovány příp. subjektivní meze scénářů faktorů rizika výše a je analyzován čistý dopad těchto faktorů na NPV investice.

Tab. č. 26 Výsledky analýzy citlivosti – procentuální změny faktorů rizika

<i>Faktor rizika</i>	<i>Hodnota faktoru</i>		<i>NPV</i>	<i>Pokles NPV</i>	
	<i>N</i>	<i>P</i>	<i>Kč</i>	<i>A (Kč)</i>	<i>R (%)</i>
Poplatek za obhospodařování	1,00%	1,10%	661 403,90	5 456,74	0,82%
Depozitářský poplatek	0,03%	0,0352%	666 649,78	210,86	0,03%
Další náklady	2,00%	2,2000%	666 769,55	91,09	0,01%
Daň z příjmu FKI	5,00%	5,5000%	665 377,76	1 482,88	0,22%
inlace	0,40%	0,4400%	659 973,47	6 887,17	1,03%
vstupní poplatek	2,00%	2,2000%	656 860,64	10 000,00	1,50%

Zdroj: vlastní zpracování

Při analýze citlivosti 10% výkyvu hodnot rizika na NPV investice se prokázal největší vliv vstupního poplatku a inflace, následně vliv poplatku za obhospodařování a velikosti daňové zátěže. Změna velikosti depozitářského poplatku a dalších nákladů fondu prokazuje poměrně malý dopad na výsledné zhodnocení investice.

What – if analýza

What-if analýza je rozšířením analýzy citlivosti. Výchozí analýza citlivosti je popsána výše a změny faktorů rizika jsou dány změnou ± 10 %. Následující analýza pak kombinuje změny vždy dvou faktorů rizika zároveň a vytváří tak celkem 14 negativních scénářů, které mohou nastat. Pro účely rozhodování investora, kdy primárním cílem investora je eliminace rizik, byly pro what-if analýzu brány v potaz pouze negativní odchylky jednotlivých faktorů.

Následující tabulka tak zobrazuje v každém sloupci situaci, která popisuje změnu vždy dvou faktorů (ty jsou zvýrazněny červeně). V posledních dvou řádcích je poté vyjádřena hodnota NPV investice a procentuální pokles NPV vůči nejpravděpodobnějšímu scénáři pro každou situaci.

Tab. č. 27 Výsledky what-if analýzy

Faktor rizika	Jednotka	Situace							
		N	1	2	3	4	5	6	7
Poplatek za obhospodařování	%	1,00%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,00%	1,00%
Depozitářský poplatek	%	0,03%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%
Další náklady	%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%
Daň z příjmu FKI	%	5,00%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,50%
inflace	%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,44%	0,40%	0,40%	0,40%
vstupní poplatek	%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%
NPV investice	Kč	666 861	661 193	661 313	660 221	654 523	651 404	666 559	665 178
Pokles NPV (%)	%	-	0,85%	0,83%	1,00%	1,85%	2,32%	0,05%	0,25%

Faktor rizika	Jednotka								
		8	9	10	11	12	13	14	
Poplatek za obhospodařování	%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	
Depozitářský poplatek	%	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	
Další náklady	%	2,00%	2,00%	2,20%	2,20%	2,20%	2,00%	2,00%	
Daň z příjmu FKI	%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%	
inflace	%	0,44%	0,40%	0,40%	0,44%	0,40%	0,44%	0,44%	
vstupní poplatek	%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,20%	
NPV investice	Kč	659 763	656 650	665 292	659 882	656 770	658 492	649 973	
Pokles NPV (%)	%	1,06%	1,53%	0,24%	1,05%	1,51%	1,25%	2,53%	

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je patrné, že největší dopad na NPV investici potenciálního investora má kombinace faktorů rizika: vstupní poplatek a inflace (kdy dojde k poklesu 2,53 % z NPV vůči nejpravděpodobnějšímu scénáři), dále kombinace poplatků za obhospodařování a vstupní poplatek (2,32% pokles NPV). Naopak nejméně zatěžující je kombinace depozitářského poplatku a dalších nákladů. Pochopitelně tento výčet není konečný, analýzu lze rozšířit o kombinaci vzájemného působení 3 a více faktorů současně a zahrnutím kombinací i pozitivních změn faktorů.

Simulace Monte Carlo

Pro simulaci Monte Carlo jsou použity scénáře hodnot faktorů rizika tak, jak jsou uvedeny v tabulce č. 24. Tedy nejpravděpodobnějším scénářem jsou skutečná data daná výsledky reálné FKI. Odchyly faktorů rizika jsou pak dány výsledky analýzy existence AI a reflektují zjištěné průměrné hodnoty těchto faktorů (tedy v průměru jakého rozsahu AI daného faktoru je, resp. jaký má rozsah).

Vstupní data simulace jsou dána tabulkou č. 23. Finančním kritériem je stanovena opět NPV, tedy čistá současná hodnota investice v jednotlivých letech investice.

Faktory rizika byly určeny již v analýze citlivosti, jedná se tedy opět o poplatek za obhospodařování, depozitářský poplatek, další náklady fondu, daňová sazba fondu, inflace a vstupní poplatek. Pro zobrazení rozdělení pravděpodobnosti jednotlivých rizikových faktorů bude použito trojúhelníkové rozdělení, jež je nejčastěji uplatňovaným rozdělení v simulaci Monte Carlo a umožňuje využít horní a dolní hranice jednotlivých faktorů rizika tak, jak byly zjištěny pomocí analýzy existence AI. Grafické zobrazení hustoty pravděpodobnosti má tak tvar trojúhelníka se třemi parametry, které tvoří nejpravděpodobnější hodnota (vrchol trojúhelníka), dolní a horní mez.

Simulace Monte Carlo bude realizovaná prostřednictvím systému Crystal Ball. Statistická závislost výše jmenovaných faktorů rizika nebyla prokázána, není tedy nutno ji zahrnovat do procesu simulace výpočtu. Počet simulačních kroků je stanoven na 10.000. Rozdělení pravděpodobnosti NPV v jednotlivých letech je součástí přílohy č. 24 – 26.

Ze statistických charakteristik vyplývá, že:

- střední hodnota (mean) dosahuje hodnot 28 858,7 v roce 2012 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem -16 864,3 v částce 45 723), 119 588,3 v roce 2013 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem 102 592 v částce 16 996,3) a 107 158,3 v roce 2014 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem 146 348,6 v částce 39 190,3)
- minimální hodnoty investice, resp. ztráty jsou v jednotlivých letech: - 123 653,7 v roce 2012, - 46 014,2 v roce 2013 a - 71 963,4 v roce 2014
- nejvyššího výnosu může investice dosáhnout v roce 2012 v částce 223 761,2, v roce 2013 v částce 298 601,4 a v roce 2014 v částce 274 238,7.
- rozdělení pravděpodobnosti NPV v jednotlivých letech je poměrně symetrické, což je dáno malou šikmostí (skewness) o velikosti 0,276 v roce 2012, 0,0623 v roce 2013 a -0,1132 v roce 2014. Pouze v roce 2014 je vychýlení směrem k nižším hodnotám, v ostatních letech je vychýlení směrem doprava, tedy k vyšším hodnotám NPV.

Statistiky NPV v letech 2012 – 2014 jsou přehledně zobrazeny v následující tabulce:

Tab. č. 28 Statistiky NPV simulace č. 1 v letech 2012 - 2014

<i>Statistiky NPV v letech</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>
NPV nejpravděpodobnější scénář	-16 864,3	102 592,0	146 348,6
střední hodnota	28 858,7	119 588,3	107 158,3
odchylka	45 723,0	16 996,3	39 190,3
nejvyšší ztráta	-123 653,7	-46 014,2	-71 963,4
nejvyšší zisk	223 761,2	298 601,4	274 238,7
směrodatná odchylka	52 680,9	50 818,5	53 604,3
rozptyl	2 775 279 335,9	2 582 520 380,6	2 873 418 110,6
variační koeficient	1,8	0,4	0,5

Zdroj: vlastní zpracování dle výstupů Simulace Monte Carlo

Významným ukazatelem rizikovosti investice je její variabilita vyjádřená směrodatnou odchylkou, rozptylem a variačním koeficientem (jak je uvedeno v posledních třech řádcích tabulky).

Grafický nástroj vyjadřující míru vlivu jednotlivých rizikových faktorů na NPV v jednotlivých letech, tzv. Tornádo graf je součástí příloh 27 – 29. V tornádo grafech jsou znázorněny rizikové faktory ovlivňující NPV investice, uspořádané podle velikosti vlivu jejich změn na NPV o $\pm 10\%$ od faktorů s největším vlivem po nejmenší. U konce každého obdélníku je uvedena hodnota faktoru snižená, resp. zvýšená o 10% vzhledem nejpravděpodobnější hodnotě, velikost dopadu na NPV je pak dána délkou obdélníku daného faktoru.

Pořadí faktorů rizika dle míry jejich vlivu na NPV v jednotlivých letech je přehledně zobrazeno v následující tabulce. Podrobnější statistické výsledky jsou pak součástí příloh č. 27 – 29, kde je mj. vyčíslena hodnota rizikového faktoru snižená, resp. zvýšená o 10% (část tabulky Input – downside a upside) a od těchto změn se odvíjející změna NPV (část tabulky NPV - downside a upside). Hodnota Range označuje rozpětí mezi dolní a horní mezí NPV, hodnoty Base Case pak udávají hodnoty nejpravděpodobnějšího scénáře.

Tab. č. 29 Výsledky simulace Monte Carlo č. 1 - Pořadí vlivu faktorů rizika na NPV

Pořadí faktorů rizika	2012	2013	2014
1	Inflace	Vstupní poplatek	Vstupní poplatek
2	Vstupní poplatek	Inflace	Poplatek za obhospodařování
3	Poplatek za obhospodařování	Poplatek za obhospodařování	Inflace
4	Daň	Daň	Daň
5	Depozitářský poplatek	Depozitářský poplatek	Depozitářský poplatek
6	Další náklady	Další náklady	Další náklady

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je patrné, že největší vliv na NPV má vstupní poplatek, dále míra inflace a poplatek za obhospodařování (Dojde-li ke změně vstupního poplatku o 10 %, dokáže vyvolat reakci NPV větší než 3 %). Naopak nejmenším vlivem disponuje velikost dalších nákladů fondu, depozitářský poplatek a daňová sazba, jejichž 10% změna vyvolá pouze nepatrné změny v NPV investora.

5.5.2 Simulace č. 2

Předpoklady simulace jsou totožné, jako u první simulace, tj.:

- typ fondu: růstový, bez průběžné výplaty výnosu z držby podílů
- hodnota investice: 5.000.000,-
- investiční horizont: 3 roky
- nominální hodnota PL: 1 Kč
- vstupní poplatek: 2 % z investované částky

Vstupní data simulace č. 2 zobrazuje následující tabulka. Hodnocen bude opět investiční horizont daný nákupem PL k 1. 1. 2012 a prodejem PL k 31. 12. 2014.

Tab. č. 30 Vstupní data Simulace č. 2

<i>Vstupní data</i>	<i>Jednotka</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>
		<i>Částka</i>	<i>Částka</i>	<i>Částka</i>
Výnosy z úroků	tis. Kč	3	-	3
Poplatek za obhospodařování	tis. Kč	180	826	697
Depozitářský poplatek	tis. Kč	18	66	66
Zisk/ztráta z finančních operací	tis. Kč	- 1 912	- 9 761	- 5 603
Další náklady, z toho:	tis. Kč	122	205	119
- ostatní finanční náklady	tis. Kč	5	86	46
- správní náklady	tis. Kč	117	119	73
- daň	%	5%	5%	5%
ZISK	tis. Kč	- 2 229	- 10 858	- 6 482
hodnota PL na začátku roku	tis. Kč	1,00	0,97	0,83
hodnota PL na konci roku	Kč	0,97	0,83	0,79
inflace	%	3,30%	1,40%	0,40%
počet PL fondu	tis. Ks	85 309	50 000	74 336
Vlastní kapitál	tis. Kč	82 771	41 473	58 497
Základní kapitál	tis. Kč	-	-	-
Vlastní akcie	tis. Kč	-	-	-
Emisní ážio	tis. Kč	- 309	4 558	3 722
Nerozdělený zisk z min. období	tis. Kč	-	- 2 227	- 13 079
Kapitálové fondy	tis. Kč	85 309	50 000	74 336
Oceňovací rozdíly	tis. Kč	-	-	-
vstupní investice	tis. Kč	5 000		
vstupní poplatek	%	2,00%		
počet nakoupených PL	ks	5 000 000	5 153 315	6 028 018

Zdroj: vlastní zpracování

Testované AI a tedy i rizikové faktory výnosnosti investorů jsou totožné, jako u simulace č. 1 a představují výsledky zjištěné existence AI na straně potenciálního investora:

- velikost poplatku za obhospodařování,
- velikost depozitářského poplatku,
- velikost dalších nákladů hrazených fondem,
- sazba daně z příjmu FKI,
- míra inflace,
- velikost vstupního poplatku hrazeného investorem.

Analýza citlivosti

Analýza citlivosti vychází ze vstupních dat uvedených v tabulce č. 30. Nejpravděpodobnějším scénářem je opět stanoven scénář popsaný reálnými daty a analyzován bude dopad izolovaných změn jednotlivých rizikových faktorů na finanční kritérium, kterým je opět NVP, tedy čistá současná hodnota investice.

Scénáře rizikových faktorů jsou znázorněny v následující tabulce. Pro potřeby výsledné komparace a syntézy výsledků obou simulací jsou totožné se scénáři rizika v první simulaci.

Tab. č. 31 Scénáře hodnot faktorů rizika druhé simulace

Faktor rizika	Jednotka	Scénář		
		pesimistický	nejpravděpodobnější	optimistický
Poplatek za obhospodařování	%	2%	1%	0,50%
Depozitářský poplatek	%	0,50%	0,032%	0,01%
Další náklady (v % z celkových nákl.)	%	4%	2%	1%
Daň z příjmu FKI	%	19%	5%	1%
inflace	%	3,30%	0,40%	0,10%
vstupní poplatek	%	3%	2%	0%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky analýzy citlivosti vycházející z uvedených scénářů rizika jsou přehledně znázorněny v následující tabulce:

Tab. č. 32 Výsledky analýzy citlivosti – scénáře faktorů rizika – simulace 2

Faktor rizika	Hodnota faktoru		NPV	Pokles NPV	
	N	P	Kč	A (Kč)	R (%)
Poplatek za obhospodařování	1%	2%	- 1 258 529	- 46 323,24	3,82%
Depozitářský poplatek	0,032%	0,500%	- 1 276 358	- 64 152,24	5,29%
Další náklady	2%	4%	- 1 220 115	- 7 909,24	0,65%
Daň z příjmu FKI	5%	19%	- 1 294 058	- 81 852,24	6,75%
inflace	0,40%	3,3%	- 1 530 532	- 318 326,24	26,26%
vstupní poplatek	2%	3%	-1 262 206	- 50 000,24	4,12%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky analýzy citlivosti vycházející ze scénářů faktorů rizika prokázaly největší vliv inflace na výslednou výnosnost investice do FKI, dále významný vliv sazby daně z příjmu na úrovni FKI, depozitářského poplatku, vstupního poplatku, poplatku za obhospodařování a na posledním místě dalších nákladů hrazených fondem.

Při analýze citlivosti faktorů rizika na jejich procentuální změnu ve výši $\pm 10\%$ se výsledky analýzy citlivosti liší. Komplexní přehled výsledků uvádí následující tabulka:

Tab. č. 33 Výsledky analýzy citlivosti – procentuální změny faktorů rizika – simulace 2

Faktor rizika	Hodnota faktoru		NPV	Pokles NPV	
	N	P	Kč	A (Kč)	R (%)
Poplatek za obhospodařování	1,00%	1,10%	- 1 216 838,00	- 4 632,00	0,382%
Depozitářský poplatek	0,032%	0,035%	- 1 212 644,00	- 438,00	0,036%
Další náklady	2,00%	2,20%	- 1 213 788,00	- 1 582,00	0,131%
Daň z příjmu FKI	5,00%	5,50%	- 1 235 900,00	- 23 694,00	1,955%
inlace	0,40%	0,44%	- 1 216 849,00	- 4 643,00	0,383%
vstupní poplatek	2,00%	2,20%	- 1 222 206,00	- 10 000,00	0,825%

Zdroj: vlastní zpracování

Dle zjištěných výsledků nejvíce NPV reaguje na změnu daňové sazby (10% změna daňové sazby vyvolá skoro 2% pokles NPV investora), následně vstupní poplatek, poplatek za obhospodařování a inflace. Na posledním místě se nalézá vliv dalších nákladů hrazených fondem, o kterém lze říci, že je nepatrný

What-if analýza

What – if analýza vytváří řadu scénářů, které kombinují vliv více faktorů rizika. Východiskem je analýza citlivosti měřící vliv změny faktorů rizika o $\pm 10\%$ na NPV investora. Opět je zohledněny pouze pesimistické scénáře jednotlivých faktorů, neboť ty jsou směrodatné při snaze o eliminaci rizika investice. Následující tabulka zobrazuje 14 scénářů, které kombinují vždy prognózu pesimistických scénářů dvou různých faktorů.

Tab. č. 34 Výsledky what-if analýzy simulace 2

Faktor rizika	Jednotka	Situace							
		N	1	2	3	4	5	6	7
Poplatek za obhospodařování	%	1,00%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,00%	1,00%
Depozitářský poplatek	%	0,03%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%
Další náklady	%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%
Daň z příjmu FKI	%	5,00%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,50%
inlace	%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,44%	0,40%	0,40%	0,40%
vstupní poplatek	%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%
NPV investice	Kč	- 1 212 206	- 1 217 277	- 1 218 420	- 1 240 787	- 1 221 476	- 1 226 838	- 1 214 226	- 1 236 363
Pokles NPV (%)	%	-	-0,42%	-0,51%	-0,57%	-0,76%	-1,21%	-0,17%	-0,21%

Faktor rizika	Jednotka							
		8	9	10	11	12	13	14
Poplatek za obhospodařování	%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Depozitářský poplatek	%	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Další náklady	%	2,00%	2,00%	2,20%	2,20%	2,20%	2,00%	2,00%
Daň z příjmu FKI	%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%	5,00%	5,50%	5,00%
inlace	%	0,44%	0,40%	0,40%	0,44%	0,40%	0,44%	0,44%
vstupní poplatek	%	2,00%	2,20%	2,00%	2,00%	2,20%	2,00%	2,20%
NPV investice	Kč	- 1 217 287	- 1 222 644	- 1 237 569	-1 218 429	-1 223 788	- 1 240 515	-1 226 849
Pokles NPV (%)	%	-0,42%	-0,86%	-0,31%	-0,51%	-0,96%	-0,55%	-1,21%

Zdroj: vlastní zpracování

Dle výsledků má největší negativní dopad na výnosnost investora pesimistický scénář kombinace faktorů: vstupní poplatek a poplatek za obhospodařování, inflace a vstupní poplatek, další náklady a vstupní poplatek. Naopak nejmenší vliv má kombinace faktorů depozitářský poplatek a další náklady.

Simulace Monte Carlo

Pro simulaci Monte Carlo jsou použity scénáře hodnot faktorů rizika tak, jak jsou uvedeny v tabulce č. 31. Nejpravděpodobnějším scénářem je tedy opět stanoven reálný scénář odpovídající datům uvedeným v tabulce č. 30 Vstupní data. Odchytky faktorů rizika jsou pak opět dány výsledky analýzy existence AI a reflektují zjištěné průměrné hodnoty těchto faktorů, tj. v průměru jakého rozsahu AI daného faktor je, resp. jaký má rozsah.

Finančním kritériem je opět stanovena NPV, tedy čistá současná hodnota v jednotlivých letech investice.

Faktory rizika byly určeny analýzou citlivosti, jedná se tedy opět o poplatek za obhospodařování, depozitářský poplatek, další náklady fondu, daňová sazba fondu, inflace a vstupní poplatek. Pro zobrazení rozdělení pravděpodobnosti jednotlivých rizikových faktorů bude použito opět trojúhelníkové rozdělení, jež je nejčastěji uplatňovaným rozdělení v simulaci Monte Carlo a umožňuje využít horní a dolní hranice jednotlivých faktorů rizika tak, jak byly zjištěny pomocí analýzy existence AI. Grafické zobrazení hustoty pravděpodobnosti má tak tvar trojúhelníka se třemi parametry, které tvoří nejpravděpodobnější hodnota (vrchol trojúhelníka), dolní a horní mez.

Simulace Monte Carlo bude realizovaná opět prostřednictvím systému Crystal Ball. Statistická závislost výše jmenovaných faktorů rizika nebyla prokázána, není tedy nutno ji zahrnovat do procesu simulace výpočtu. Počet simulačních kroků je stanoven na 10.000. Rozdělení pravděpodobnosti NPV v jednotlivých letech je součástí přílohy č. 30 – 32.

Ze statistických charakteristik vyplývá:

- střední hodnota (mean) investice dosahuje hodnot -344 872 Kč v roce 2012 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem -403 730,3 v částce 58 858,3), -918 627 Kč v roce 2013 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem -884 548 v částce 34 079), -378 080 Kč v roce 2014 (což je odchylka od NPV dané nejpravděpodobnějším scénářem -375 289 v částce 2 791);
- minimální hodnoty investice, resp. ztráty v jednotlivých letech jsou: - 468 110Kč v roce 2012, -1 111 914Kč v roce 2013 a – 619 037Kč v roce 2014;
- nejvyšší hodnoty investice pak může být dosaženo v roce 2012 v částce – 192 785Kč, v roce 2013 v částce -720 023Kč a v roce 2014 v částce - 131 515Kč;
- rozdělení pravděpodobnosti NPV v jednotlivých letech je poměrně symetrické, což je charakterizováno malou šikmostí (skewness) o velikosti 0,3258 v roce 2012, -0,0031 v roce 2013 a 0,0063 v roce 2014. V roce 2013 došlo k vychýlení směrem doleva, tj. k nižším hodnotám, v ostatních dvou letech je pak vychýlení směřováno doprava, k vyšším hodnotám.

Statistiky NPV zjištěné pomocí simulace Monte Carlo v jednotlivých letech jsou přehledně zobrazeny v následující tabulce:

Tab. č.35 Statistiky NPV simulace č. 2 v letech 2012 - 2014

	2012	2013	2014
NPV nejp. Scénář	-403 730,3	-884 548,0	-375 289,0
střední hodnota	-344 872	-918 627	-378 080
odchylka	58 858,3	34 079,0	2 791,0
nejvyšší ztráta	-468 110	-1 111 914	-619 037
nejvyšší zisk	-192 785	-720 023	-131 515
směrodatná odchylka	47 448	55 328	66 682
rozptyl	2 251 272 253	3 061 175 054	4 446 500 662
variační koeficient	-0,138	-0,060	-0,176

Zdroj: vlastní zpracování dle výstupů simulace Monte Carlo

Významným zdrojem informací o rizikovosti investice jsou ukazatele typu směrodatná odchylka, rozptyl a variační koeficient. Jejich hodnoty jsou uvedeny v posledních 3 řádcích výše uvedené tabulky.

Grafické vyjádření míry vlivu jednotlivých rizikových faktorů na finanční kritérium dané čistou současnou hodnotou v jednotlivých letech, tzv. Tornádo graf je součástí příloh 33 – 35. V tornádo grafech v přílohách jsou opět znázorněny rizikové faktory ovlivňující NPV investice, uspořádané podle velikosti vlivu jejich změn na NPV o $\pm 10\%$ od faktorů s největším vlivem po nejmenší. U konce každého obdélníku jsou uvedeny hodnoty faktorů snížené, resp. zvýšené o 10% vzhledem k nejpravděpodobnější hodnotě, velikost dopadu na změny faktoru na NPV je pak dána délkou obdélníku daného faktoru.

Pořadí faktorů rizika dle míry jejich vlivu na NPV v jednotlivých letech je zobrazeno v následující tabulce. Podrobnější statistické výsledky jsou pak součástí příloh č. 33 – 35, kde je mj. vyčíslena hodnota rizikového faktoru snížená, resp. zvýšená o 10% (část tabulky Input – downside a upside) a od těchto změn se odvíjející změna NPV (část tabulky NPV – downside a upside). Hodnota Range pak označuje rozpětí mezi dolní a horní mezí NPV, hodnoty Base Case pak udávají hodnoty nejpravděpodobnějšího scénáře.

Tab. č. 36 Výsledky simulace Monte Carlo č. 2 – Pořadí vlivu faktorů rizika na NPV

Pořadí faktorů rizika	2012	2013	2014
1	Inflace	Vstupní poplatek	Vstupní poplatek
2	Vstupní poplatek	Obhospodařovatelský poplatek	Obhospodařovatelský poplatek
3	Obhospodařovatelský poplatek	Inflace	Inflace
4	Další náklady	Další náklady	Další náklady
5	Depozitářský poplatek	Depozitářský poplatek	Depozitářský poplatek
6	Daň	Daň	Daň

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je patrné, že největší vliv na NPV má vstupní poplatek, obhospodařovatelský poplatek a míra inflace. Naopak nejmenší vliv byl prokázán u depozitářského poplatku, dalších nákladů a daňové sazby.

5.5.3 Výsledky dopadů AI na výnosnost investora

Pro zodpovězení výzkumné otázky „*Má asymetrie informací vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů?*“ byly realizovány 3 různé kvantitativní metody, a to analýza citlivosti, what-if analýza a simulace Monte Carlo.

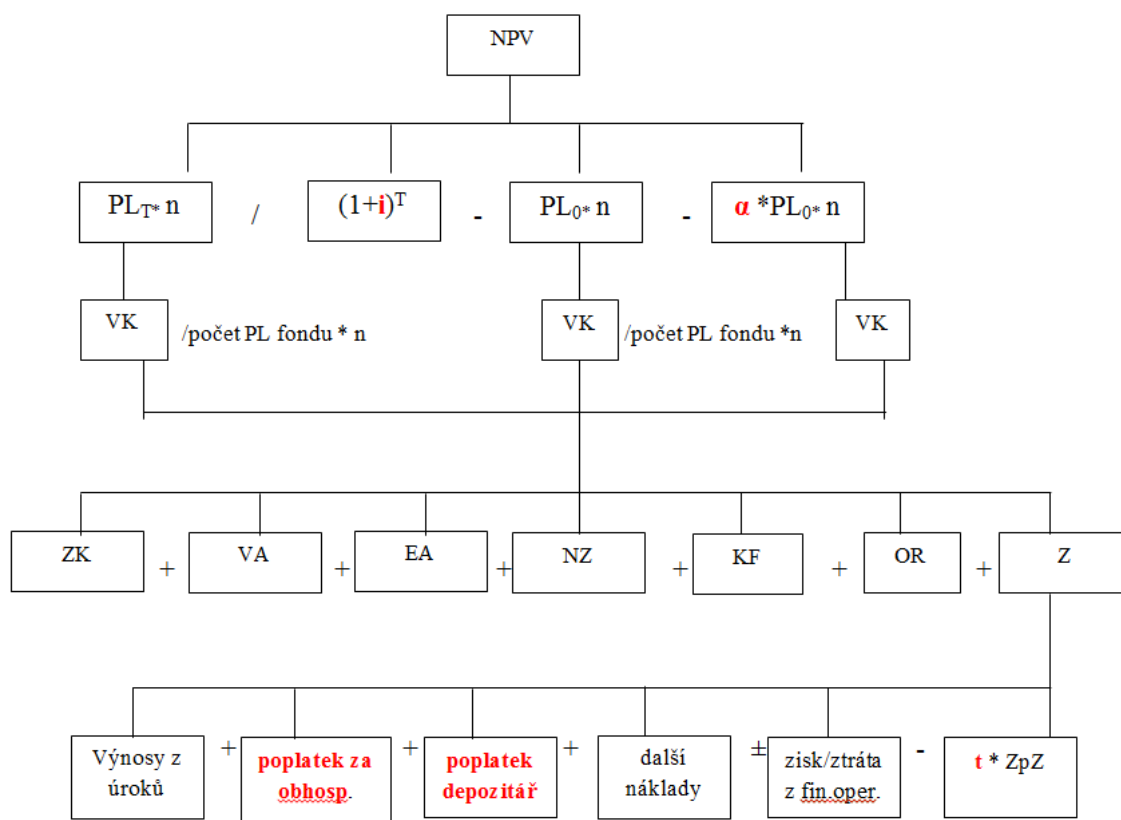
V průběhu realizovaných analýz a simulací byl zjišťován vliv jednotlivých faktorů rizika na výnosnost investora investujícího do FKI. Předmětem zkoumání byly rizikové faktory zjištěné na základě analýz existence výskytu AI v předchozích kapitolách. Takto zjištěné rizikové faktory jsou:

- výše poplatku za obhospodařování
- výše depozitářského poplatku
- míra inflace
- velikost vstupního poplatku
- daňová sazba daně z příjmu FKI

V případě těchto rizikových faktorů byla v praxi zjištěna asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o těchto rizicích ze strany investiční společnosti směrem k potenciálnímu investorovi. Nejedná se tedy o výčet rizikových faktorů investice, nýbrž o výčet rizikových faktorů daných/způsobených výskytem AI.

Způsob vlivu těchto rizikových faktorů na NPV je znázorněn prostřednictvím schématu č. 11. Červeně značené jsou ve schématu právě rizikové faktory způsobené existencí AI.

Schéma č. 11 Vliv rizikových faktorů daných AI na NPV investora



Zdroj: vlastní zpracování

kde:

NPV čistá současná hodnota investice

PL_T hodnota podílového listu na konci investičního horizontu

n počet nakoupených PL

i míra inflace

T investiční horizont 3 roky

PL_0 hodnota PL v době nákupu

α vstupní poplatek (v %)

OR oceňovací rozdíly

VK vlastní kapitál

ZK základní kapitál

VA vlastní akcie

EA emisní ážio

NZ nerozdělený zisk/ztráta

KF kapitálové fondy

Z zisk/ztráta

t sazba daně z příjmu

ZpZ zisk před zdaněním

Pro zjištění míry vlivu rizikových faktorů na NPV investice byly použity celkem tři různé metody: analýza citlivosti, what-if analýza a simulace Monte Carlo. Po provedených analýzách bylo možné stanovit pořadí faktorů, které mají na NPV vliv od největšího po nejmenší. Následující tabulka shrnuje zjištěné výsledky z jednotlivých metod.

Tab. č. 37 Komparace výsledků metod analýzy vlivu rizikových faktorů na NPV

<i>Faktor rizika AI</i>	<i>Analýza citlivosti - scénáře</i>		<i>Analýza citlivosti ± 10%</i>		<i>Simulace Monte Carlo</i>					
	<i>sim. 1</i>	<i>sim. 2</i>	<i>sim. 1</i>	<i>sim. 2</i>	<i>sim.1 - rok 1</i>	<i>sim.1 - rok 2</i>	<i>sim.1 - rok 3</i>	<i>sim.2 - rok 1</i>	<i>sim.2 - rok 2</i>	<i>sim.2 - rok 3</i>
<i>inflace</i>	1	1	2	3	1	2	3	1	3	3
<i>vstupní poplatek</i>	3	4	1	2	2	1	1	2	1	1
<i>Poplatek za obhospodařování</i>	2	5	3	4	3	3	2	3	2	2
<i>Depozitářský poplatek</i>	5	3	5	6	5	5	5	5	5	5
<i>Další náklady</i>	6	6	6	5	6	6	6	4	4	4
<i>Daň z příjmu FKI</i>	4	2	4	1	4	4	4	6	6	6

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce jsou v jednotlivých buňkách uvedena čísla pořadí vlivu jednotlivých faktorů tak, jak se umístily dle jednotlivých použitých metod. Nejdříve je zmíněna analýza citlivosti s rozlišením, zda byla realizována dle odhadnutých scénářů (pesimistického a optimistického vývoje) nebo zda byl zkoumán vliv změny faktoru o $\pm 10\%$. Následuje simulace Monte Carlo, která byla prováděna pro jednotlivé roky investice (tj. pro 3 roky). Tabulka zahrnuje ve všech případech výsledky z první i druhé prováděné simulace.

Z provedených analýz jednoznačně vyplývá závěr a odpověď na výzkumnou otázku: ***AI má vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů.***

Z výsledků je dále patrné, že dle použitých metod se získají vždy poněkud odlišné výsledky, nicméně po zprůměrování výsledků lze dojít k následujícímu závěru: Nejvíce rizikovým faktorem (tj. faktorem, který má největší vliv na NPV investice) je velikost vstupního poplatku, dále míra inflace a poplatek za obhospodařování. Citelný vliv má také velikost sazby daně z příjmu FKI, v případě poplatku depozitáři a dalších nákladů hrazených z prostředků fondu lze hovořit o malém vlivu na výslednou NPV investice.

Samostatné vyhodnocení je provedeno pro what – if analýzu, neboť ta kombinuje vždy působení dvou rizikových faktorů.

Tab. č. 38 Komparace výsledků what – if analýzy

<i>Rizikové faktory</i>	<i>Simulace 1</i>	<i>Simulace 2</i>	<i>Rizikové faktory</i>	<i>Simulace 1</i>	<i>Simulace 2</i>
<i>Vstupní poplatek + inflace</i>	1	1	<i>Depozitářský poplatek + další náklady</i>	14	14
<i>Vstupní poplatek + poplatek za obhospodařování</i>	2	2	<i>Depozitářský poplatek + vstupní poplatek</i>	4	4
<i>Vstupní poplatek + další náklady</i>	3	5	<i>Depozitářský poplatek + inflace</i>	10	7
<i>Poplatek za obhospodařování + inflace</i>	5	3	<i>Depozitářský poplatek + daň</i>	13	12
<i>Poplatek za obhospodařování + daň</i>	6	9	<i>Další náklady + inflace</i>	8	8
<i>Poplatek za obhospodařování + další náklady</i>	9	11	<i>Inflace + daň</i>	7	6
<i>Poplatek za obhospodařování + depozitářský poplatek</i>	11	10	<i>Další náklady + daň</i>	12	13

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedené komparace jednoznačně vyplývá největší dopad na NPV investora kombinace negativních faktorů:

- vstupního poplatku a míry inflace,
- vstupního poplatku a poplatku za obhospodařování,
- vstupního poplatku a výši dalších nákladů,
- poplatku za obhospodařování a míry inflace a
- depozitářského poplatku a vstupního poplatku.

Naopak nejmenší negativní dopad na NPV investora má kombinace depozitářského poplatku a dalších nákladů, depozitářského poplatku a daňové sazby, příp. dalších nákladů a daňové sazby.

Závěr lze také zobecnit na fakt, že je-li v kombinaci faktorů vstupní poplatek, míra inflace a poplatek za obhospodařování, dopad na NPV je nejvyšší. Tento fakt je potvrzen také analýzou citlivosti a simulací Monte Carlo.

6. Vyhodnocení AI v procesu investování do FKI

Cílem této práce bylo prokázat existenci asymetrických informací v procesu investování do fondů kvalifikovaných investorů, tj. existenci AI mezi investiční společností (obhospodařovatelem FKI) a potenciálním investorem. Výchozí premisou byl předpoklad existence AI na straně potenciálního investora. Pro splnění cíle bylo nezbytné splnit dílčí kroky:

- identifikovat zdroje informací, se kterými potenciální investor disponuje,
- provést kvalitativní a kvantitativní analýzu těchto zdrojů informací,
- prokázat existenci AI vyplývající z informací, jež má potenciální investor k dispozici
- prokázat míru vlivu těchto AI na finanční kritérium potenciálního investora, tj. na čistou současnou hodnotu investice.

Zdroje informací, se kterými potenciální investor pracuje a jsou pro něj nejbohatším zdrojem informací o FKI, byly identifikovány zejména tyto dokumenty:

- statut fondu,
- výroční zpráva o hospodaření fondu,
- sdělení klíčových informací.

V první fázi investičního rozhodování, tj. ve fázi sběru dat však v prvním kroku slouží potenciálnímu investorovi také informace poskytované Českou národní bankou a Asociací pro kapitálový trh České republiky.

Prvním krokem tedy bylo analyzovat kvalitu a množství informací poskytovaných Českou národní bankou a následně informace ve výše uvedených dokumentech z pohledu možného vzniku AI.

Zjištění existence AI v oblasti zveřejňování informací o IS a FKI na portálu ČNB bylo metodologicky zajištěno pomocí realizace analýzy zveřejňování reálných informací o investičních společnostech a informací o fondech kvalifikovaných investorů na webových stránkách České národní banky. Informace zde zveřejňované jsou značně limitované, v případě IS je k dispozici celkem prostor pro 20 informací, v případě FKI 22 informací. V obou případech se jedná zejména o informace základního charakteru poskytující základní přehled a kontaktní informace. Výsledky provedené analýzy, jež zahrnovala investiční společnosti, které zabírají celkem 52 % trhu s fondy kvalifikovaných investorů v podobě PF,

prokázaly existenci AI a rozdílnou míru informovanosti jak o investičních společnostech, tak o podílových FKI.

Z následné syntézy zjištěných výsledků vplynuly následující závěry:

A. informace o IS

- 1) z celkového počtu 20 informací žádná z IS nezveřejňuje všech 100 % informací;
- 2) celková informovanost se pohybuje mezi 75 % a 85 %, neexistuje tak významná asymetrie v množství zveřejňovaných informací mezi jednotlivými společnostmi;
- 3) z oblasti kontaktních informací je zveřejněno 100 % informací všemi IS s výjimkou e-mailového kontaktu, který není zveřejněn v případě jedné IS;
- 4) chybějící informace jsou ve větším rozsahu zjištěny v případě těchto informací: Číselný kód, Znakový kód, Druh subjektu, Další role subjektu a Přeshraniční služby.

B. informace o FKI

- 1) z celkového počtu 22 informací, žádná IS nezveřejňuje u obhospodařovaných FKI všechny informace;
- 2) průměrná informovanost mezi jednotlivými IS, resp. konkrétními FKI se pohybuje mezi 50 – 60 %; nelze nalézt významnější výkyvy mezi jednotlivými IS (resp. FKI);
- 3) nulová informovanost je zaznamenána u informací kontaktního charakteru (telefon, fax, e-mail, webové stránky); tento jev však nelze hodnotit jako negativní s ohledem na dopad pro potenciálního investora, neboť jelikož jsou fondy obhospodařovány investiční společnostmi, klíčové jsou především kontaktní informace na danou IS, které uvedeny jsou;
- 4) AI byla následně prokázána např. v případě informace o typu subjektu dle přímého vlastnictví (tedy zda se jedná např. o české – soukromé), tato informovanost dosahuje 60 % (3 z 5 IS);
- 5) 60% informovanost je dále zjištěna u informace „datum právní moci rozhodnutí“, kdy opět je informace zveřejněna pouze u 3 z 5 IS.

Vzhledem k charakteru informací, kdy se jedná zejména o informace orientační, kontaktního charakteru, **nelze vyhodnotit zjištěnou AI jako AI negativně ovlivňující rozhodování potenciálního investora**. Informace zde slouží potenciálnímu investorovi zejména jako zdroj o počtu IS, jejich délce historie, počtech obhospodařovaných fondů a

následně jako základní zdroj o jednotlivých fondech, zejména typu charakter fondu, jeho délka historie a informace o obhospodařovateli a depozitáři fondu.

Podstatnější z hlediska zkoumání existence AI je analýza jejich výskytu ve zveřejňování základních, klíčových dokumentů, tedy zejména statutu a zprávy o hospodaření FKI. Bylo prokázáno, že existuje již AI v samotném způsobu zveřejňování těchto dokumentů. Byla proto provedena analýza, jež byla založena na dvou kritériích:

- zda je uvedený dokument veřejně dostupný či nikoliv
- zdroj umístění tohoto dokumentu.

Doplňujícím kritériem bylo zjištění rozsahu těchto dokumentů, které je měřeno podle počtu stran. Jedná se pouze o kvalitativní kritérium, které poskytuje prvotní informaci o rozsahu informací dokumentu, nehovoří však o kvalitě informací. Z analýzy vyplynuly následující závěry:

- IS zveřejňují výroční zprávu IS a pololetní zprávu IS (zveřejňuje 100 % IS veřejně), nejedná se však o výroční zprávu samotných FKI;
- statut FKI, tedy klíčový dokument obsahující nejpodrobnější informace o charakteru fondu veřejně zpřístupňuje 80 % IS; AI způsobená nezveřejněním těchto dokumentů je pro potenciálního investora zásadní;
- zprávu o hospodaření FKI, stejně jako pololetní zprávu o hospodaření FKI zveřejňuje pouze 40 % IS; nejsou-li tyto dokumenty potenciálnímu investorovi dostupné, nemá možnost kvalifikovaně vyhodnotit, resp. predikovat výnosnost či rizikovost fondu, tedy i jeho plánované investice; AI v tomto může mít pro investora velmi negativní dopad;
- z pohledu vyhodnocení jednotlivých IS existují až 50% rozdíly ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů;

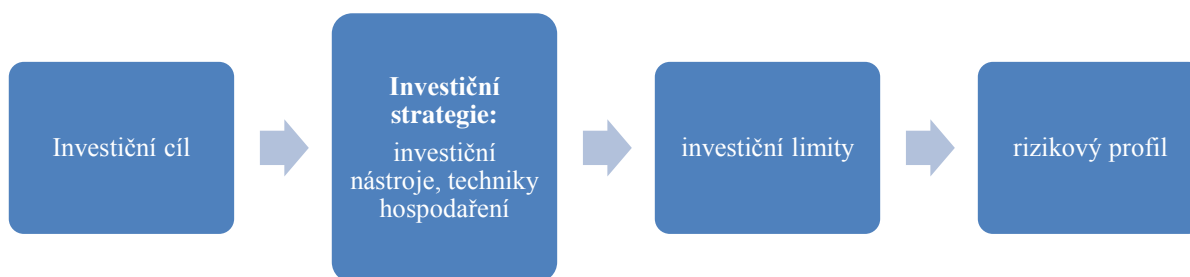
Významné rozdíly také existují v rozsahu těchto dokumentů (měřeno počtem stran). Pochopitelně nelze hodnotit počet stran klíčových dokumentů jako hlavní kritérium hovořící o kvalitě informací, nicméně poskytuje alespoň základní informaci o rozsahu a množství informací prezentovaných ze strany FKI, resp. investičních společností.

Jeden z nejvýznamnějších zdrojů AI s největším negativním vlivem na rozhodování potenciálního investora jsou informace zveřejňované ve statutu o investiční strategii a rizikovém profilu fondu. Nedostatečná informovanost o investiční strategii fondu a rizikovém

profilu fondu vede k asymetrii informací na straně potenciálního investora, který nedokáže kvalitně posoudit/nebo vyhodnotí chybně rizikovost fondu, resp. jeho investice.

Existuje přímý vztah mezi zvolenou investiční strategií, tj. investičními nástroji, které je fond oprávněn používat a rizikovým profilem fondu, přitom v praxi bylo prokázáno, že ve skutečnosti zde existuje významná AI. AI spočívá ve dvou oblastech: rizikový profil neodpovídá zvoleným investičním nástrojům, tj. v rizikovém profilu není upozorněno na existenci rizik spojených s použitými investičními nástroji či technikami hospodaření fondu; chybí dostatečně definované investiční limity, jejichž (ne)existence má přímý vliv na rozsah výše zmíněných rizik. Následující schéma popisuje vztah mezi zvoleným investičním cílem (nástroji a technikami) a rizikovým profilem fondu tak, jak by měl být dodržen ve statutech FKI.

Schéma č. 12 Informační model investiční strategie FKI



Zdroj: vlastní zpracování

Jedním z výsledků analýzy rizikového profilu fondů v praxi bylo identifikování výčtu a struktur rizik, kterým podléhají FKI:

A. rizika neovlivnitelná

- riziko politické
- riziko daňového režimu
- riziko tržní
- riziko inflace

B. rizika fondů kvalifikovaných investorů

- riziko operační

- riziko nedosažení požadované výše VK
- riziko ztráty majetku v úschově
- riziko zrušení fondu
- riziko regulace a dohledu
- riziko depozitáře
- riziko investice
- riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK
- riziko pozastavení odkupu PL

C. rizika investiční strategie a technik hospodaření

Rizika vyplývající z investiční strategie:

- riziko CP, akciové
- riziko CP, dluhopisové
- riziko dluhové nástrojů peněžního trhu
- riziko komodit
- riziko investic do nemovitostí
- riziko selhání osoby, v níž má fond obchodní účast
- riziko CP jiných fondů, do nichž fond investuje

Rizika vyplývající z technik hospodaření, které fond používá:

- měnové riziko
- riziko finančních derivátů
- riziko spojené s pákovým efektem
- riziko úvěrové
- riziko nedostatečné likvidity
- riziko repo-operací
- riziko insolvence v důsledku přijímání půjček
- riziko úrokové
- riziko nevypořádání transakcí
- riziko přecenění
- riziko právních vad
- riziko koncentrace odvětví.

Tento výčet rizik odvozený z analýzy statutů v praxi prokázal, že statuty sice obsahují výčet rizik nad povinný rámec, který udává zákon, nicméně rozsah výčtu rizik je dramatiky odlišný u jednotlivých fondů, což je dáno tím, že neexistuje norma, která by udávala rozsah a hloubku zveřejňování těchto informací.

Výsledky existence AI vzniklé v důsledku nejednoznačného stanovení rizikového profilu v členění rizik uvedeného výše jsou sumarizovány níže:

AI neovlivnitelných rizik:

100% informovanost je dodržena u rizika tržního, což je dáno faktem, že na toto riziko musí IS upozorňovat dle zákona (ZOISIF, 2013). Riziko politické uvádí 60 % investičních společností, na riziko inflace pak upozorňuje pouze jedna investiční společnost. Z veškerých neovlivnitelných rizik, která byla ve statutech identifikována, zveřejnila 100 % pouze jedna investiční společnost, v ostatních případech se informovanost pohybuje od 25 do 50 %.

AI rizik fondů kvalifikovaných investorů

V případě rizika operačního je dosažena 100% informovanost, což je dáno zákonnou povinností investičních společností na toto riziko upozorňovat ve statutech obhospodařovaných fondů. 80% informovanost je dosažena v případě rizika investice a rizika zrušení fondu. Na možnost nedosažení požadované výše VK fondu a ztrátu majetku fondu v úschově upozorňuje 60 % analyzovaných společností. Rizika pozastavení odkupu PL zveřejňuje 40 % IS, na ostatní rizika upozorňuje pouze 20% společností. Významná asymetrie v informovanosti je patrná napříč investičními společnostmi. Informovanost se pohybuje od 20 do 90 % všech identifikovaných rizik vyplývajících z fungování FKI.

AI rizik investiční strategie

Výsledky poukázaly na AI a nesoulad mezi použitou investiční strategií a rizikovým profilem fondu. Platí, že pokud je fond zacílen na určité specifické předmětné aktivum, jako např. zemědělské nemovitosti apod., je na specifická rizika upozorněno, nicméně velmi často chybí upozornění na rizika vyplývající z použitých investičních nástrojů, které jsou charakterem obchodování s CP. Například pouze v 25 % případů, kdy jsou fondy oprávněny nakupovat akcie, není v rizikovém profilu upozorněno na rizika vyplývající z nákupu akcií. Nízká informovanost o rizicích byla také prokázána v případě, že jsou fondy oprávněny investovat do cenných papírů jiných fondů kolektivního investování (či přímo jiných FKI) - v tomto případě se informovanost pohybuje mezi 0 a 33 %. Neúplná informovanost o rizicích

se také prokázala v případě investičních nástrojů komodit či možnosti koncentrace nástrojů do určitého odvětví.

Významná asymetrie se také prokázala napříč investičními společnostmi. Informovanost, jež odpovídá 100 %, tj. kdy IS upozorňuje na všechna rizika vyplývající z oprávněných investičních nástrojů, se prokázala pouze u jedné investiční společnosti, v ostatních případech se informovanost pohybovala od 29 % do 67 %.

AI rizik technik hospodaření

Analýza prokázala, že 100% informovanost a nulová AI existuje pouze v případě rizika nedostatečné likvidity a rizika vyplývajícího z repo-operací. Nejnižší míra informovanosti byla prokázána u případů, kdy je fond oprávněn přijímat půjčky na svůj účet, přičemž není upozorněno na riziko insolvence z toho vyplývající.

Významná AI panuje i napříč investičními společnostmi, kdy se informovanost pohybuje mezi 44 % až 100 %.

Zajímavostí je, že i přes zákonnou povinnost uvádět některá rizika, není tato povinnost dodržena všemi investičními společnostmi. Konkrétně na riziko měnové je upozorněno v 80 % případů, stejně jako na riziko vypořádání či riziko koncentrace.

AI způsobená nedostatečným stanovením investičních limitů

Kromě neupozornění na rizika může vznikat AI i z důvodu, že sice je na riziko upozorněno, avšak není stanoven investiční limit, který by vymezil rozsah, resp. míru dopadu příslušného rizika na fondový kapitál. V praxi to znamená, že i když je např. nákup akcií označen jako „doplňkový“ investiční nástroj, není-li zároveň definován investiční limit, tj. že např. pouze 10 % fondového kapitálu lze investovat do akcií, je teoreticky akciovým rizikem ohroženo až 100 % fondového kapitálu. Neuvedení těchto limitů tak zvyšuje rizikovost fondu a jeho investiční strategie.

V případě akciového rizika se jedná o dva chybějící limity: kolik % FK celkem lze investovat do akcií a kolik % FK lze investovat do akcií jedné společnosti; obdobně je tomu u rizika vyplývajícího z dluhopisů (tj. rizika, že dlužník neuhradí v den splatnosti hodnotu dluhopisu), tj. chybí limity kolik % FK celkem lze investovat do dluhopisů a kolik % FK lze investovat do dluhopisů jedné společnosti.

Další chybějící investiční limity byly identifikovány: kolik % FK lze investovat do komodit, kolik % FK lze investovat do obchodních účastí a kolik % do účasti v jedné osobě.

Fondy dále nestanovují procentuální koncentraci prostředků fondu do jednoho odvětví a zejména v případě možnosti investic do CP jiných fondů limity kolik % FK lze investovat do CP jiných fondů a kolik % FK lze investovat do jednoho fondu.

Poslední oblastí, kde byla prokázána významná AI jsou informace o nákladových položkách FKI. Zdrojem informací je zejména výroční zpráva, resp. zpráva o hospodaření FKI. Pro účely zjištění AI v nákladových položkách fondu byly použity metody analýzy ve 3 krocích:

Nejdříve byl analyzován způsob stanovování poplatku za obhospodařování. Kritériem byla složitost výpočtu, resp. ověření, na jaké hodnoty je velikost poplatku navázána a zda je možno na základě informací zveřejňovaných ve statutu a výroční zprávě o hospodaření fondu tento poplatek vypočítat a predikovat potenciálním investorem. Stejným způsobem byl analyzován způsob stanovování poplatku hrazenému depozitáři.

V poslední fázi byl analyzován způsob zveřejňování dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu. Kritériem byl zejména počet dalších nákladů hrazených z prostředků fondu a konečnost seznamu, resp. fakt, zda existuje možnost dalšího navýšení nákladovosti fondu.

Výsledky analýz prokázaly jednoznačně výskyt existence AI a zároveň z nich vyplynuly závěry, které poukazují na to, jaké faktory negativně zvyšují AI ve snaze odhadu budoucí nákladovosti fondu potenciálním investorem, a to:

Poplatek za obhospodařování:

- 1) navázání velikosti poplatku na více ukazatelů (hodnota aktiv, výkonnost fondu, PC investic, a další) a
- 2) nestanovení maximální hodnoty, které poplatek za obhospodařování může dosáhnout.

Depozitářský poplatek:

- nestanovení maximální hodnoty poplatku (týká se zejména FKI s již vysokým FK)

Významné rozdíly byly zjištěny ve způsobech stanovení „dalších poplatků“ hrazených z prostředků fondu. IS zveřejňují seznam dalších nákladů fondu, tyto se mezi jednotlivými IS, resp. FKI významně liší. Pouze 6 poplatků společně uvádí všech 100% IS, přitom bylo identifikováno celkem 32 různých poplatků. Vznikne-li v důsledku neúplného výčtu dalších

nákladů AI, může tato AI mít zásadní dopad na celkovou nákladovost fondu a následně i na výnosnost fondu a investice. Nelze však vyhodnotit, že čím více položek nákladů bude uvedeno, tím menší AI existuje. Zásadní pro vznik AI není počet uváděných dalších nákladů, nýbrž „konečnost“ seznamu. Tato konečnost seznamu je vyjádřena tím, zda IS ve statutu FKI v seznamu dalších nákladů uvádí i možnost zahrnutí ještě „dalších, výše neuvedených nákladů fondu“. Tímto fakticky není stanoven strop, kam až mohou poplatky fondu sahat a není prakticky možno predikovat maximální hodnotu nákladů fondu. V praxi v 60 % byla ve statutech FKI tato možnost navýšení nákladů ponechána. Jako možná eliminace AI se v tomto případě nabízí stanovení maximální výše celkové nákladovosti fondu TER.

Jako způsob eliminace vzniku AI, která by znemožnila potenciálnímu investorovi kvalifikovaný odhad budoucí nákladovosti fondu, vyplynulo a doporučení pro eliminaci AI jsou proto následující:

- 1) eliminace mechanismu výpočtu poplatku za obhospodařování - navázání výše poplatku za obhospodařování na jeden vybraný ukazatel, např. na průměrnou hodnotu FK;
- 2) eliminace mechanismu výpočtu depozitářského poplatku – jeho možné stanovení fixní částkou;
- 3) stanovení výčtu dalších poplatků hrazených z prostředků fondu, garance konečného výčtu těchto nákladů, bez možného navýšení „dalších nákladů“;
- 4) stanovení maximální celkové nákladovosti fondu (TER), které může fond dosáhnout (tj. při součtu všech nákladů: poplatku za obhospodařování, depozitářského poplatku i dalších nákladů).

I přesto, že byly identifikovány zdroje AI zvyšující rizikovost investice do FKI, otázkou stále zůstala míra vlivu těchto AI na investora, resp. na výnosnost jeho investice. Pro tyto účely byly realizovány dvě simulace, na kterých byla zkoumána velikost vlivu vybraných rizikových faktorů (daných existencí AI) na výnosové kritérium investora, tj. na čistou současnou hodnotu investice.

Podkladem pro realizované simulace byla fakta zjištěná výše, tj. prokázaný vliv AI na potenciálního investora. Byly provedeny 2 vzorové simulace s využitím reálných dat o dvou FKI, jež charakterizují zároveň výsledky analýzy a syntézy zjištěných výsledků existence AI, přitom jeden FKI vykazuje v posledních letech ziskový profil, druhý fond naopak ztrátový.

V obou případech je předpokládán rozhodovací proces rizikově averzního investora uvažujícího o investici do podílového FKI v hodnotě 5.000.000,- Kč. Investičním horizontem bylo předpokládáno období 3 roků. Typ fondů růstový, tj. investorovi není vyplácen v průběhu investice výnos z držby podílových listů, hodnota investice navýšená/snížená o výnos/ztrátu fondu za investiční období je investorovi vyplacena po uplynutí investičního horizontu, tj. po 3 letech.

Rizikovými faktory danými výskytem AI mající přímý vliv na výnosnost investora byly identifikovány:

- velikost vstupního poplatku
- míra inflace
- velikost poplatku za obhospodařování
- velikost depozitářského poplatku
- další náklady hrazené fondem a
- sazba daně z příjmu FKI.

Způsob vlivu těchto faktorů na NPV investice byl zobrazen ve schématu č. 11.

Pro dosažení cíle, tj. kvantifikace míry vlivu rizikových faktorů byly použity 3 základní metody: analýza citlivosti, what – if analýza a simulace Monte Carlo.

Z výsledků (analýza citlivosti a simulace Monte Carlo) bylo zjištěno, že dle použitých metod se získají vždy poněkud odlišné výsledky, nicméně po zprůměrování výsledků se došlo k následujícímu závěru: Nejvíce rizikovým faktorem (tj. faktorem, který má největší vliv na NPV investice) je velikost vstupního poplatku, dále míra inflace a poplatek za obhospodařování. Citelný vliv má také velikost sazby daně z příjmu FKI, v případě poplatku depozitáři a dalších nákladů hrazených z prostředků fondu lze hovořit o malém vlivu na výslednou NPV investice.

V případě kombinace působení dvou rizikových faktorů (what-if analýza) se prokázala s největším dopadem na NPV investora kombinace negativních faktorů:

- vstupního poplatku a míry inflace,
- vstupního poplatku a poplatku za obhospodařování,
- vstupního poplatku a výší dalších nákladů,
- poplatku za obhospodařování a míry inflace a
- depozitářského poplatku a vstupního poplatku.

Naopak nejmenší negativní dopad na NPV investora má kombinace depozitářského poplatku a dalších nákladů, depozitářského poplatku a daňové sazby, příp. dalších nákladů a daňové sazby.

Závěrem lze konstatovat, že je-li v kombinaci faktorů vstupní poplatek, míra inflace a poplatek za obhospodařování, dopad na NPV je nejvyšší. Tento fakt je potvrzen i analýzou citlivosti a simulací Monte Carlo.

6.1 Vyhodnocení výzkumných otázek

Hlavním cílem práce bylo potvrdit či vyvrátit existenci asymetrie informací, prokázat vliv této asymetrie na rozhodovací proces investora, vyhodnotit míru vlivu AI, nalézt faktory AI a získané závěry implementovat do investičních doporučení, jejichž smyslem je eliminovat negativní vliv asymetrie informací v investičním rozhodování. Pro naplnění hlavního cíle byly definovány výzkumné otázky:

- 1) *„Existuje asymetrie informací ve způsobu prezentování informací o investičních společnostech a fondech kvalifikovaných investorů prostřednictvím České národní banky?“*

Zodpovězení této výzkumné otázky bylo cílem kapitoly 5.1 a metodologicky bylo zajištěno pomocí analýzy dat o IS a FKI zveřejňovaných na portálu ČNB v komparaci s maximálním množstvím informací, které mohou být takto u ČNB v seznamech zveřejněny.

Po provedení této analýzy lze konstatovat, že *AI ve způsobu prezentování informací o IS a FKI prostřednictvím ČNB existuje*. Zveřejňované informace byly konfrontovány s celkovým množstvím informací, které ČNB takto eviduje. V případě IS je to celkem 20 informací, v případě jednotlivých fondů je to 22 informací. Informovanost u IS dosahuje nejčastěji 75 % (tj. 15 informací z 20 možných), nejvyšší informovanost dosáhla 85 % (tj. 17 informací z 22 možných). Informovanost u jednotlivých FKI dosahuje v průměru mezi 50 – 60 %, tj. 11 – 13 informací z 22 možných.

Vzhledem k charakteru informací, kdy se jedná zejména o informace orientační, kontaktního charakteru, *nelze vyhodnotit zjištěnou AI jako AI negativně ovlivňující rozhodování potenciálního investora*. Informace zde slouží potenciálnímu investorovi zejména jako zdroj o počtu IS, jejich délce historie, počtech obhospodařovaných fondů a následně jako základní zdroj o jednotlivých fondech, zejména typu charakter fondu, jeho délka historie a informace o obhospodařovateli a depozitáři fondu.

2) „Existuje asymetrie informací ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů fondů kvalifikovaných investorů?“

Pro zodpovězení této výzkumné otázky byla použita metoda analýzy způsobu zveřejňování těchto dokumentů jednotlivými IS, která byla založena na dvou kritériích:

- zda je uvedený dokument veřejně dostupný či nikoliv
- zdroj umístění tohoto dokumentu.

Doplňujícím kritériem bylo zjištění rozsahu těchto dokumentů, které je měřeno podle počtu stran. Toto hodnocení sloužilo pouze jako orientační informace o rozsahu poskytovaných informací, nicméně nemá pochopitelně vypovídací schopnost z pohledu kvality poskytovaných informací.

Výsledky analýzy (které se věnovala kapitola 5.2) prokázaly, že *existuje AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI*. Negativní dopad této AI je dán zejména faktem, že dokumenty nejsou často veřejně dostupné, např. v případě statutu fondu se jedná o 80 % zveřejněných statutů, v případě výročních zpráv o hospodaření fondu je zveřejněno pouze 40 %.

Bylo také prokázáno, že rozdíly a AI jsou také dány rozsahem jednotlivých dokumentů (měřeno počtem stran), neboť IS pochopitelně dodržují minimální informační povinnost danou zákonem, nicméně hloubka zveřejňovaných informací, je mnohdy značně odlišná. V tomto případě však nelze vyhodnotit na základě počtu stran negativní vliv AI, neboť rozsah počtu stran není určující pro kvalitu poskytnutých informací.

3) „Existuje asymetrie informací v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondů kvalifikovaných investorů?“

Základem pro analýzu AI v oblasti prezentování investiční strategie a rizikového profilu fondu ve statutu FKI byla *minimální informovanost, kterou ukládá ZOISIF a vyhláška ČNB 246/2013 o statutu fondu kolektivního investování*.

Statut byl podroben kritické analýze (kap. 5.3) spočívající v kvalitativním hodnocení informací o investiční strategii a rizikovém profilu fondu. Důraz byl kladen na kvalitu a hloubku zveřejňovaných informací. Následně byla prováděna komparace informací uváděných v obou částech a zkoumány vazby mezi investiční strategií a rizikovým profilem. Součástí výstupu této analýzy byla identifikace rizik vzešlá z komparace identifikovaných rizik uváděných v jednotlivých statutech napříč investičními společnostmi.

Identifikované skupiny rizik:

1. rizika neovlivnitelná (zahrnující: riziko politické, daňového režimu, tržní a inflace)
2. rizika fondů kvalifikovaných investorů (riziko operační, riziko nedosažení požadované výše VK, riziko ztráty majetku v úschově, riziko zrušení fondu, riziko regulace a dohledu, riziko depozitáře, riziko investice, riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK a riziko pozastavení odkupu PL)
3. rizika investiční strategie a technik hospodaření (riziko CP, akciové, riziko CP dluhopisové, riziko dluhové nástrojů peněžního trhu, riziko komodit, riziko investic do nemovitostí, riziko selhání osoby, v níž má fond obchodní účast, riziko CP jiných fondů, do nichž fond investuje, měnové riziko, riziko finančních derivátů, riziko spojené s pákovým efektem, riziko úvěrové, riziko nedostatečné likvidity, riziko repo-operací, riziko insolvence v důsledku přijímání půjček, riziko úrokové, riziko nevypořádání transakcí, riziko přecenění, riziko právních vad a riziko koncentrace odvětví)

Výsledky analýzy AI ve zveřejňování těchto rizik v návaznosti na použité investiční strategie prokázaly následující výsledky:

V případě první skupiny, tj. rizik neovlivnitelných byla 100% informovanost dodržena pouze u rizika tržního, což je dáno faktem, že na toto riziko musí IS upozorňovat dle zákona (ZOISIF, 2013). Riziko politické uvedlo 60 % investičních společností, na riziko inflace pak upozornila pouze jedna investiční společnost. Z veškerých neovlivnitelných rizik, která byla ve statutech identifikována, zveřejnila 100 % pouze jedna investiční společnost, v ostatních případech se informovanost pohybuje od 25 do 50 %.

Ve skupině rizik fondů kvalifikovaných investorů byla dosažena 100% informovanost pouze u rizika operačního, což je opět dáno zákonnou povinností investičních společností na toto riziko upozorňovat ve statutech obhospodařovaných fondů. 80% informovanost byla dosažena v případě rizika investice a rizika zrušení fondu. Na možnost nedosažení požadované výše VK fondu a ztrátu majetku fondu v úschově upozorňuje 60 % analyzovaných společností. Rizika pozastavení odkupu PL zveřejňuje 40 % IS, na ostatní rizika upozorňuje pouze 20 % společností. Významná asymetrie v informovanosti je patrná napříč investičními společnostmi. Informovanost se pohybuje od 20 do 90 % všech identifikovaných rizik vyplývajících z fungování FKI.

Výsledky analýzy ve skupině rizik vyplývajících z investiční strategie poukázaly také na existenci AI. Bylo prokázáno, že je-li fond zacílen na specifické předmětné aktivum (jako např. zemědělské komodity, fotovoltaiku atd.), je na specifická rizika upozorněno, nicméně velmi často chybí upozornění na rizika vyplývající z použitých investičních nástrojů, které jsou charakterem obchodování s CP. Pouze v 25 % případů, kdy jsou fondy oprávněny nakupovat akcie, tak není v rizikovém profilu upozorněno na rizika vyplývající z nákupu akcií. Nízká informovanost o rizicích byla také prokázána v případě, že jsou fondy oprávněny investovat do cenných papírů jiných fondů kolektivního investování (či přímo jiných FKI) - v tomto případě se informovanost pohybuje mezi 0 a 33 %. Neúplná informovanost o rizicích se také prokázala v případě investičních nástrojů komodit či možnosti koncentrace nástrojů do určitého odvětví.

Významná asymetrie se také prokázala napříč investičními společnostmi. Informovanost, jež odpovídá 100 %, tj. kdy IS upozorňuje na všechna rizika vyplývající z oprávněných investičních nástrojů, se prokázala pouze u jedné investiční společnosti, v ostatních případech se informovanost pohybovala od 29 % do 67 %.

V případě rizik technik hospodaření analýza prokázala, že 100% informovanost a nulová AI existuje pouze v případě rizika nedostatečné likvidity a rizika vyplývajícího z repo-operací. Nejnižší míra informovanosti byla prokázána u případů, kdy je fond oprávněn přijímat půjčky na svůj účet, přičemž není upozorněno na riziko insolvence z toho vyplývající. Významná AI panuje i napříč investičními společnostmi, kdy se informovanost pohybuje mezi 44 % až 100 %.

Zajímavostí je, že i přes zákonnou povinnost uvádět některá rizika, není tato povinnost dodržena všemi IS. Konkrétně na riziko měnové je upozorněno v 80 % případů, stejně jako na riziko vypořádání či riziko koncentrace.

Kromě neupozornění na rizika může vznikat AI i z důvodu, že sice je na riziko upozorněno, avšak není stanoven investiční limit, který by vymezil rozsah, resp. míru dopadu příslušného rizika na fondový kapitál. Neuvedení těchto limitů tak zvyšuje rizikovost fondu a jeho investiční strategie. V praxi pak byly pomocí analýzy zjištěny tyto výsledky:

V případě akciového rizika se jedná o dva chybějící limity: kolik % FK celkem lze investovat do akcií a kolik % FK lze investovat do akcií jedné společnosti; obdobně je tomu u rizika vyplývajícího z dluhopisů (tj. rizika, že dlužník neuhradí v den splatnosti hodnotu dluhopisu), tj. chybí limity kolik % FK celkem lze investovat do dluhopisů a kolik % FK lze investovat do dluhopisů jedné společnosti.

Další chybějící investiční limity jsou: kolik % FK lze investovat do komodit, kolik % FK lze investovat do obchodních účastí a kolik % do účasti v jedné osobě. Fondy dále nestanovují procentuální koncentraci prostředků fondu do jednoho odvětví a zejména v případě možnosti investic do CP jiných fondů limity kolik % FK lze investovat do CP jiných fondů a kolik % FK lze investovat do jednoho fondu.

Z uvedené analýzy dále vyplynulo, že není ani nutné kvůli eliminaci rizikovosti fondu snižovat množství oprávněných investičních nástrojů, nýbrž postačí stanovit kvalitně investiční limity. Jsou-li tyto stanoveny pro každý investiční nástroj (celkově kolik % FK lze investovat do jednoho typu nástroje) a zároveň pro jednu transakci (tj. pro nákup investičního nástroje od jednoho subjektu – např. akcie jedné firmy), jsou investiční rizika způsobená AI eliminována a především tak lze kvalifikovaně odhadnout míru rizikovosti fondu, resp. rozsah jednotlivých rizik. (nutno podotknout, že uvedená opatření nejsou míněna ve smyslu snížení rizikovosti fondu, nýbrž snížení rizikovosti fondu způsobené AI, tj. neuvedením rizik nebo investičních limitů).

Rizika, která byla identifikována a tříděna do výše uvedených skupin, tvoří zároveň základ pro doporučení informační povinnosti pro investiční společnosti, které by eliminovalo vznik AI na straně potenciálního investora a umožnilo mu tak přístup k dostatečnému množství informací v potřebné kvalitě.

4) „Existuje asymetrie informací způsobená prezentováním nákladových podmínek fondů kvalifikovaných investorů?“

Zodpovězení této otázky bylo podmíněno realizací 3 analýz (které jsou součástí kapitoly 5.4). Nejdříve byl analyzován způsob stanovování poplatku za obhospodařování. Kritériem byla složitost výpočtu, resp. ověření, na jaké hodnoty je velikost poplatku navázána a zda je možno na základě informací zveřejňovaných ve statutu a výroční zprávě o hospodaření fondu tento poplatek vypočítat a predikovat potenciálním investorem. Stejným způsobem byl analyzován způsob stanovování poplatku hrazenému depozitáři.

V poslední fázi byl analyzován způsob zveřejňování dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu. Kritériem byl zejména počet dalších nákladů hrazených z prostředků fondu a konečnost seznamu, resp. fakt, zda existuje možnost dalšího navýšení nákladovosti fondu.

Analýza způsobu stanovení poplatku za obhospodařování prokázala, že existují rozdíly ve způsobu jeho stanovení. AI s negativním dopadem na potenciálního investora je dána mechanismem výpočtu, neboť:

- poplatek je ve všech případech navázán na velikost průměrné hodnoty fondového kapitálu (ta je však vyjádřena z měsíčních či denních hodnot, které nejsou veřejně dostupné; hrubá predikce je však možná z ročních hodnot zveřejněných ve výročních zprávách FKI);
- je-li poplatek navázán na více ukazatelů (v praxi např. velikost pořizovací hodnoty investice realizovaných na účet fondu, nebo výkonnost fondu), je prakticky nemožné, aby potenciální investor dokázal predikovat budoucí nákladovost fondu.

Významnou roli s vlivem na AI má také fakt, že pouze ve 20 % případů byla ve statutech fondu zveřejněna maximální celková nákladovost fondu (TER). Stanovení maximální výše TER přitom vymezuje hranici, jakou nákladovost fondu může potenciální investor predikovat. Stanovení této výše eliminuje riziko vzniku AI zejména v tom případě, není-li např. stanovena maximální výše poplatku za obhospodařování, příp. je-li poplatek za obhospodařování navázán na více ukazatelů, což komplikuje možnosti jeho predikce či existuje možnost navýšení „dalších poplatků“ hrazených z prostředků fondu.

V případě depozitářského poplatku byla také prokázána rozdílnost ve způsobu stanovení (mechanismu výpočtu) tohoto poplatku, dopad (hloubka) této AI však není tak významná, jako v případě poplatku za obhospodařování. Jako optimální způsob eliminace se jeví stanovení poplatku fixní částkou.

Významné rozdíly byly zjištěny ve způsobech stanovení „dalších poplatků“ hrazených z prostředků fondu. IS zveřejňují seznam dalších nákladů fondu, tyto se mezi jednotlivými IS, resp. FKI významně liší. Pouze 6 poplatků společně uvedlo všech 100 % IS, přitom bylo identifikováno celkem 32 různých poplatků. Vznikne-li v důsledku neúplného výčtu dalších nákladů AI, může tato AI mít zásadní dopad na celkovou nákladovost fondu a následně i na výnosnost fondu a investice.

Nelze však vyhodnotit, že čím více položek nákladů bude uvedeno, tím menší AI existuje. Zásadní pro vznik AI není počet uváděných dalších nákladů, nýbrž „konečnost“ seznamu. Tato konečnost seznamu je vyjádřena tím, zda IS ve statutu FKI v seznamu dalších nákladů uvádí i možnost zahrnutí ještě „dalších, výše neuvedených nákladů fondu“. Tímto fakticky není stanoven strop, kam až mohou poplatky fondu sahat a není prakticky možno predikovat maximální hodnotu nákladů fondu. V praxi v 60 % byla ve statutech FKI tato možnost navýšení nákladů ponechána. Jako možná eliminace AI se v tomto případě nabízí stanovení maximální výše celkové nákladovosti fondu TER.

Jako způsob eliminace vzniku AI, která by znemožnila potenciálnímu investorovi kvalifikovaný odhad budoucí nákladovosti fondu, vyplynulo a doporučení pro eliminaci AI jsou proto následující:

- eliminace mechanismu výpočtu poplatku za obhospodařování - navázání výše poplatku za obhospodařování na jeden vybraný ukazatel, např. na průměrnou hodnotu FK;
- eliminace mechanismu výpočtu depozitářského poplatku – jeho možné stanovení fixní částkou;
- stanovení výčtu dalších poplatků hrazených z prostředků fondu, garance konečného výčtu těchto nákladů, bez možného navýšení „dalších nákladů“;
- stanovení maximální celkové nákladovosti fondu (TER), které může fond dosáhnout (tj. při součtu všech nákladů: poplatku za obhospodařování, depozitářského poplatku i dalších nákladů).

5) „Má asymetrie informací vliv na výnosnost investorů fondů kvalifikovaných investorů“

Odpověď na poslední výzkumnou otázku byla zajištěna pomocí realizace matematicko-statistických metod, neboť jejím cílem bylo kvantifikovat vliv rizikových faktorů způsobených právě asymetrií informací na investora, resp. na čistou současnou hodnotu investice (NPV). Předmětem zkoumání vlivu byly vybrané rizikové faktory dané AI, které byly identifikovány v rámci předchozích metod (výzkumných otázek), u nichž je možná kvantifikace a prokázání vlivu na NPV.

Pro zajištění kvalitní vypovídací schopnosti byly použity celkem 3 metody, a to analýza citlivosti, what – if analýza a simulace Monte Carlo (kap. 5.5).

Z výsledků analýzy citlivosti a simulace Monte Carlo bylo zjištěno, že dle použitých metod se získají vždy poněkud odlišné výsledky, nicméně po zprůměrování výsledků se došlo k následujícímu závěru: Nejvíce rizikovým faktorem (tj. faktorem, který má největší vliv na NPV investice) je velikost vstupního poplatku, dále míra inflace a poplatek za obhospodařování. Citelný vliv má také velikost sazby daně z příjmu FKI, v případě poplatku depozitáři a dalších nákladů hrazených z prostředků fondu lze hovořit o malém vlivu na výslednou NPV investice.

V případě kombinace působení dvou rizikových faktorů (what-if analýza) se prokázala s největším dopadem na NPV investora kombinace negativních faktorů:

- vstupního poplatku a míry inflace,
- vstupního poplatku a poplatku za obhospodařování,
- vstupního poplatku a výší dalších nákladů,
- poplatku za obhospodařování a míry inflace a
- depozitářského poplatku a vstupního poplatku.

Naopak nejmenší negativní dopad na NPV investora má kombinace depozitářského poplatku a dalších nákladů, depozitářského poplatku a daňové sazby, příp. dalších nákladů a daňové sazby.

6.2 Doporučení pro informační povinnost investičních společností s ohledem na minimalizaci AI

Ze zjištěných výsledků realizovaných analýz lze vyvodit doporučení pro informační povinnost směřovanou na investiční společnosti obhospodařující FKI pro minimalizaci vzniku

AI. Výsledky existence AI byly proto podrobeny syntéze, na základě které vzešla doporučení, která budou-li investičními společnostmi respektovaná, sníží rizikovost investice do FKI způsobené vznikem AI (nutno podotknout, že se nejedná o opatření eliminující rizikovost fondů samotných, nicméně jde výhradně o opatření eliminující tu rizikovost, způsobenou existencí AI).

Základem pro doporučení pro informační povinnost investičních společností jsou identifikovaná rizika (uvedená výše) v členění: rizika neovlivnitelná, rizika fondů kvalifikovaných investorů, rizika investiční strategie a rizika technik hospodaření.

Následující schéma demonstruje informační povinnost investiční společnost vztahující se k rizikům, kterým fond podléhá od „globálních rizik“ vyplývajících ze samotného investičního prostředí, tj. země, ve které fond existuje, příp. ve které investuje, přes rizika spojená s charakterem investování prostřednictvím fondů kvalifikovaných investorů po rizika specifická pro každý fond, tj. rizika vyplývající přímo z investiční strategie a technik hospodaření. Platí, že každý potenciální investor, aby mohl učinit kvalifikované rozhodnutí, si musí být vědom všech rizik, kterým fond podléhá.

Pod *Investičním prostředím* se nalézají rizika neovlivnitelná, tedy:

- politické
- daňového režimu
- tržní a
- inflace.

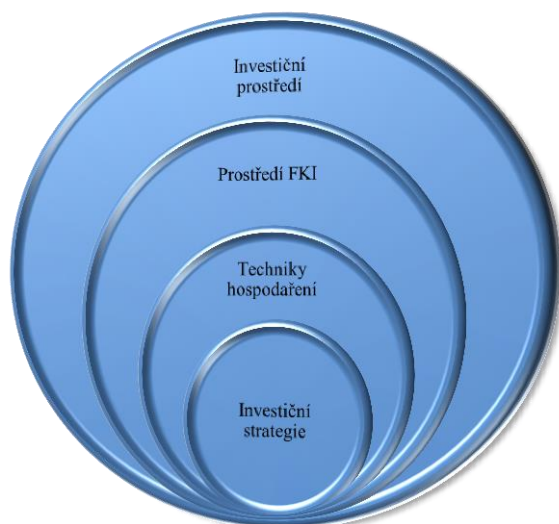
Tato rizika lze těžko eliminovat, asymetrie informací spočívá zejména ve faktu, že ani investor, ani investiční společnost nemohou mít v tomto směru dokonalé informace.

Pod *Prostředím FKI* se nalézají rizika spojená s fungováním FKI, tedy:

- riziko operační
- riziko nedosažení požadované výše VK
- riziko ztráty majetku v úschově
- riziko zrušení fondu
- riziko regulace a dohledu
- riziko depozitáře
- riziko investice
- riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK
- riziko pozastavení odkupu PL.

Jedná se o rizika vyplývající ze samotné podstaty fungování FKI, AI zde pochopitelně funguje, IS má přesnější informace o např. stavu dosaženého VK, nebo o příp. problémech apod. Investor ovšem musí být na tato rizika upozorněn. AI lze v tomto případě eliminovat vhodným výběrem IS na základě zjištění odbornosti a praxe jejich vedoucích osob v oblasti FKI, nutno ovšem podotknout, že s jistou mírou AI je spíše potřeba počítat.

Schéma č. 13 Doporučení informační povinnosti – rozdělení rizik dle příčin vzniku



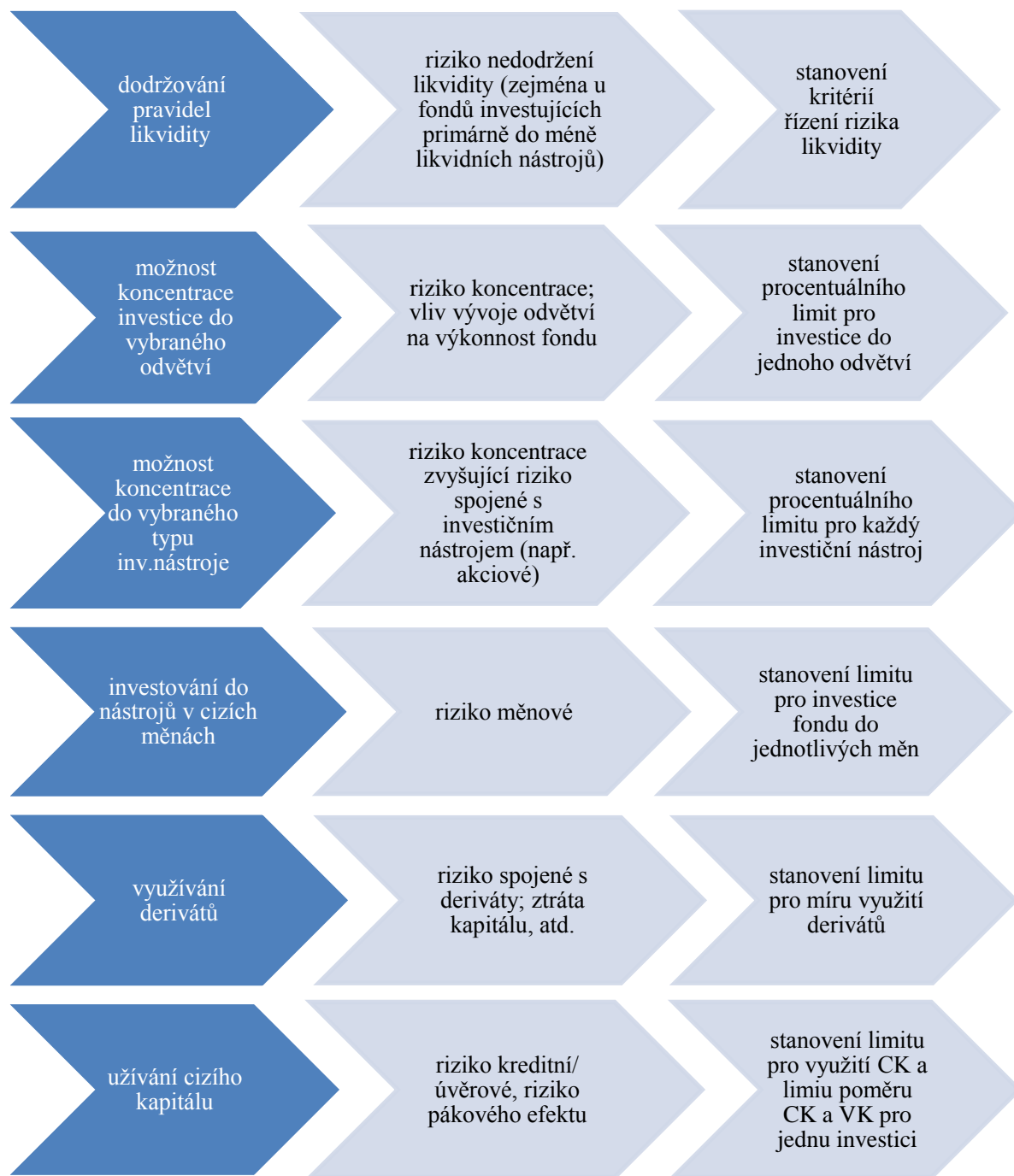
Zdroj: vlastní zpracování

V závislosti na používaných technikách hospodaření fondu je nezbytností upozornit na následující rizika:

- riziko nedodržení likvidity (vysoké zejména tehdy, investuje-li fond převážně do méně likvidních aktiv, jako např. dlouhodobé CP, nemovitosti apod.)
- riziko koncentrace odvětví (je-li fond oprávněn investovat až 100 % fondového kapitálu do jednoho odvětví)
- riziko koncentrace do určitého typu investičního nástroje (je-li fond oprávněn investovat až 100 % fondového kapitálu do jednoho investičního nástroje)
- riziko pákového efektu (využívá-li fond cizích zdrojů)
- riziko repo-obchodů (je-li fond oprávněn využívat repo-obchody)
- riziko měnové (pokud je fond dle statutu oprávněn investovat do nástrojů denominovaných v cizích měnách)
- riziko spojené s deriváty (je-li ve statutu uvedeno, že fond může využívat deriváty)
- riziko kreditní/úvěrové (zejména pokud fond využívá k investicím cizí kapitál)

Následující schéma popisuje informační povinnost (o rizicích fondu) v návaznosti na užívaných technikách obhospodařování. Levá část stanovuje vybraný princip hospodaření, prostřední část navazuje příslušným rizikem vyplývajícím z techniky hospodaření a pravá část popisuje způsob opatření pro eliminaci míry rizika a vzniku AI umožňující přesnější odhad rizikovosti fondu potenciálním investorem.

Schéma č. 14 Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z užívaných technik hospodaření



Zdroj: vlastní zpracování

Při sestavení výše uvedeného schématu (schéma Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z užívaných technik hospodaření) nebylo cílem v pravé části navrhnout opatření na eliminaci jednotlivých rizik. Pokud fond využívá daných technik, je těmito riziky pochopitelně ohrožen. Cílem modelu je zajistit, aby potenciální investor měl stejné informace o míře těchto rizik, jako IS. Tj. pokud je fond např. oprávněn užívat CK, tj. na účet fondu přijímat úvěry, měl by být potenciální investor informován v jakém rozsahu. Bez stanovení limitů tak investor nemůže vědět, zda např. fond nepřijme úvěry ve výši jako je jeho VK, nebo např. pouze do výše 10 % VK. Míra kreditního rizika či rizika pákového efektu tak může být velmi odlišná a pro potenciálního investora může být rozhodujícím faktorem, zda investuje do fondu, který je ohrožen kreditním rizikem ze 100 %, nebo pouze z 10 %.

Vzhledem k faktu, že fond potřebuje mít k dispozici likvidní finanční prostředky pro uhrazení svých závazků plynoucích z odkupu CP, je nezbytné v rámci investiční strategie a pravidel hospodaření fondu definovat kritéria řízení *rizika likvidity*. Definování procentuálního objemu fondového kapitálu drženého v likvidní formě umožňuje potenciálnímu investorovi predikovat, zda fond nemůže být ohrožen rizikem likvidity.

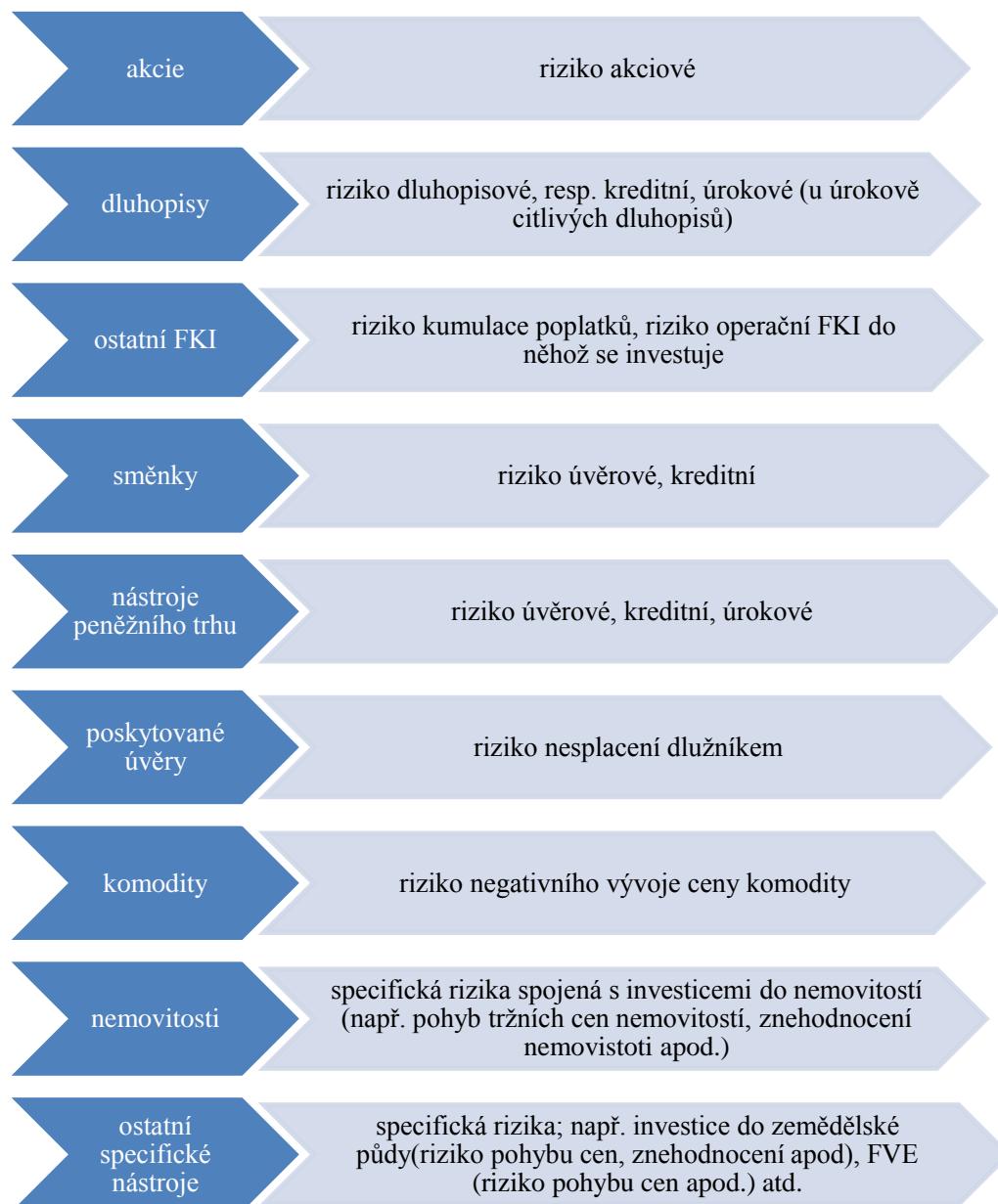
Komplikovanější situace nastává v případě „stanovení procentuálního limitu pro každý investiční nástroj“ (3. řádek ve schématu Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z užívaných technik hospodaření). Pro eliminaci AI znemožňující potenciálními investorovi kvalifikovaně odhadnout míru jednotlivých rizik je nezbytné stanovit procentuální limity celkové a vůči jednomu subjektu, do jehož CP fond investuje. Pro ilustraci je zvolen investiční nástroj akcie:

- stanovení limitu, kolik % fondového kapitálu (FK) maximálně může fond investovat do akcií (tím je investor schopen odhadnout, kolik % FK podléhá akciovému riziku);

- stanovení limitu, kolik % FK maximálně může fond investovat do akcií jedné společnosti (tím je investor schopen odhadnout míru závislosti výnosu fondu na hospodaření jiného subjektu, resp. hloubku akciového rizika); obecně platí, čím víc % FK bude fond oprávněn investovat do akcií jedné společnosti, tím rizikovější jeho investiční strategie může být. Tato problematika je následně rozvedena v dalším schématu: Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z investičních nástrojů. Výše uvedené limity by proto měly být stanoveny pro každý investiční nástroj, který je fond oprávněn využít.

Následující schéma zobrazuje rizika (pravá část) vyplývající ze zvoleného investičního nástroje (levá část). Využití modelu spočívá v upozornění na příslušná rizika dle toho, jaké investiční nástroje fond používá.

Schéma č. 15 Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z investičních nástrojů



Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedená doporučení, budou-li respektovaná investičními společnostmi, pomohou zajistit potenciálním investorům přístup ke kvalitním informacím, díky kterým bude eliminován výskyt AI, jenž by znehodnocoval jejich rozhodovací schopnosti. Především bude zajištěno, aby potenciální investor dokázal bezpečně vyhodnotit investiční strategii fondu a odhadnout rizikovost fondu.

6.3 Doporučení pro eliminaci existence AI v rozhodování potenciálního investora

Doporučení rozhodovacího procesu jsou určena potenciálním investorům pro realizaci investičního rozhodnutí do fondů kvalifikovaných investorů. Cílem je zejména stanovit metodický postup v práci s informacemi pro eliminaci vzniku asymetrie informací a tím zajištění realizace kvalifikovaného rozhodnutí o vhodnosti, resp. nevhodnosti plánované investice.

Rozhodovacím procesem je myšlen proces rozhodování potenciálního investora o plánované investici do FKI. Rozhodovací model je sestaven od obecného, tj. počáteční seznamování a sběr dat až po přijetí rozhodnutí. Fáze rozhodovacího procesu byla identifikována následovně:

1. Sběr zdrojových dokumentů stěžejních informací
2. Analýza informací zdrojových dokumentů
 - a. identifikace informací o výkonnosti fondu
 - b. identifikace rizik fondu
3. Přijetí rozhodnutí

Ad. 1.) Sběr zdrojových dokumentů stěžejních informací

Dle účelu informace jsou odlišeny zdroje informací, které jsou potenciálnímu investorovi potřebné k přijetí rozhodnutí. Následující schéma zobrazuje informační zdroj, který by měl investor použít pro účely zjištění konkrétního typu informace.

Schéma č. 16 Informační zdroje potenciálního investora

ČNB	AKAT ČR	IS
<ul style="list-style-type: none">• Seznamy všech IS a fondů• Kontaktní informace o IS a fondu• Charakter fondu (FKI)	<ul style="list-style-type: none">• Historie IS• Počet obhospodařovaných fondů každou IS• Objem obhospodařovaného majetku ve správě IS• Aktuální situace a tendence na trhu kolektivního investování	<ul style="list-style-type: none">• STATUT fondu• Zpráva o hospodaření FKI v jednotlivých letech• Sdělení klíčových informací FKI

Zdroj: vlastní zpracování

Informačním zdrojem v prvním kroku je Česká národní banka, resp. webové stránky www.cnb.cz, kde ČNB zveřejňuje mj. seznamy všech aktuálně činných investičních společností a jimi obhospodařovaných fondů. V první fázi poskytují potenciálnímu investorovi základní přehled o stavu trhu, tedy počtu investičních společností a fondů, ze kterých může vybírat. Zveřejněny jsou zejména základní informace kontaktního charakteru. Investor získá zejména:

- výčet investičních společností působících na trhu ČR
- počet jimi obhospodařovaných fondů
- charakter jednotlivých fondů (resp. zda se jedná o FKI, či standardní fondy)
- kontaktní informace IS, resp. FKI.

V tomto kroku nelze prozatím hovořit o AI, neboť informace jsou pouze orientačního, kontaktního charakteru.

V druhém kroku jsou čerpána data z AKAT ČR, resp. z webových stránek www.akatcr.cz. AKAT ČR shromažďuje souhrnná data o kapitálovém trhu, pro účely využití potenciálním investorem jsou zde využita zejména data o:

- počtu FKI obhospodařující jednotlivé IS;
- historii IS (datum vzniku, vývoj počtu obhospodařovaných fondů);
- obhospodařovaném majetku ve správě jednotlivých IS;
- aktuální situaci a tendencích na trhu kolektivního investování.

Tato fáze se na první pohled zdá nepříliš relevantní v komparaci např. studia výkonnosti jednotlivých fondů, ovšem poskytuje přehled o kvalitě managementu IS, což může eliminovat *riziko operační*, které vypovídá o možné chybě managementu IS obhospodařující svěřené finanční prostředky investorů, resp. majetek fondu. Množství obhospodařovaných fondů, velikost obhospodařovaného majetku a délka historie vypovídají o serióznosti IS. Nezbytnou součástí této fáze je zároveň sběr dat o aktuální situaci a tendencích trhu kolektivního investování, které zejména, jsou-li data kvalitní a jsou-li správně vyhodnocena, částečně eliminují rizika, která jsou součástí investice již ze samotné podstaty investice do FKI. Přehled o aktuální situaci na trhu, vývoji kolektivního investování, vývoji investování do FKI, znalost legislativy (vč. budoucích plánovaných legislativních úprav) pomáhají potenciálnímu investorovi eliminovat AI spojenou s neznalostí budoucího vývoje (trhu, legislativy) a *rizika: politická a daňového režimu*.

Poslední fáze sběru dat je co do množství dat nejobjemnější, neboť se jedná o získání dat od samotné investiční společnosti obhospodařující fond, do něhož je zvažována investice. Základním zdrojem informací o fondu je statut fondu a zpráva o hospodaření fondu (za každý rok od jeho vzniku). Samotné dokumenty však bohužel nezajišťují kvalitní rozhodnutí, neboť v praxi vznikají 2 problémy (z pohledu potenciálního investora):

- obtížnost získání dokumentů – je dána tím, že ne všechny IS veřejně tyto dokumenty zveřejňují
- kvalita informací v dokumentech – nejedná se o „dokonalé informace“. V praxi byla prokázána AI vyplývající z toho, jaké informace jsou v dokumentech uvedeny a skutečností. Informace v dokumentech mohou být buď zkreslené, nebo neúplné.

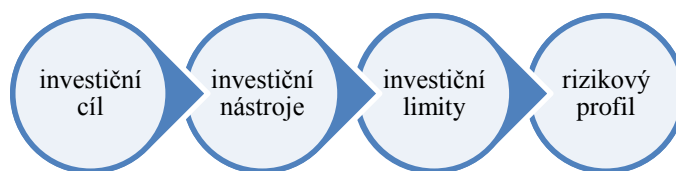
Potenciální investor tak nutně musí kvalitně provést analýzu získaných dat.

Ad. 2.) Analýza informací zdrojových dokumentů

Metodický postup analýzy informací je znázorněn v následujícím schématu. Pro přehlednost je rozdělen do dvou klíčových oblastí, které mají zásadní vliv na hospodaření fondu, tedy i výnosnost plánované investice a navíc v obou oblastech existuje AI, která může rozhodnutí potenciálního investora zkomplikovat. Jedná se o oblast rizikového profilu fondu a poplatků hrazených z prostředků fondu.

Rizikový profil fondu

Schéma č. 17 Analýza informací zveřejněných ve statutu – rizikový profil fondu



Zdroj: vlastní zpracování

Investiční cíl stanovuje zejména hlavní oblast zájmu FKI. Jedná se však o poměrně obecný popis, proto v druhém kroku je rozšířen o investiční nástroje. Jelikož v praxi byla prokázána významná AI mezi deklarovanými investičními nástroji, stanovenými investičními

limity a výsledným rizikovým profilem fondu, pro účely kvalitní analýzy (prováděné potenciálním investorem) a eliminace této AI jsou stanovena následující pravidla. Tato opatření jsou nezbytná pro účely kvalitního vyhodnocení rizikovosti fondu, v závislosti na použitých investičních nástrojích a technikách hospodaření určují potenciálnímu investorovi rizika, se kterými je investice do fondu spojena. Následující přehled definuje potenciálnímu investorovi riziko (pravý sloupec), se kterým je nutno počítat v případě využití daného investičního nástroje, či techniky hospodaření fondu (levý sloupec).

Tab. č. 39 Vztah mezi použitými investičními nástroji a rizikem fondu

Investiční nástroj/technika hospodaření	Odpovídající riziko
Užívání cizího kapitálu	Riziko kreditní/nesplacení CK Riziko pákového efektu
Užívání derivátů	Riziko spojené s deriváty
Investování do nástrojů v cizích měnách	Riziko měnové
Možnost koncentrace do odvětví	Riziko koncentrace
Investice do nově zakládaného FKI	Riziko nedosažení zákonné výše VK
Užití vybraného investičního nástroje	Riziko ztráty majetku v úschově
- akcie	Riziko akciové
- dluhopisy	Riziko kreditní, úrokové
- PL ostatních fondů kolektivního investování	Riziko kumulace poplatků, riziko operační fondu, do něhož se investuje
- směnky	Riziko úvěrové, kreditní
- nástroje peněžního trhu	Riziko úrokové, úvěrové, kreditní
- poskytování úvěrů	Riziko kreditní/nesplacení dlužníkem
- komodity	Riziko negativního vývoje ceny

- nemovitosti
- ostatní, specifické nástroje

komodity
Riziko pohybu tržních cen nemovitostí, znehodnocení nemovitosti
Specifická rizika spojená s daným investičním nástrojem (např. pro zemědělskou půdu, fotovoltaiku, atd.)

Zdroj: vlastní zpracování

Schopnost potenciálního investora identifikovat rizika spojená s investičními nástroji fondu, do něhož má zájem investovat, eliminuje riziko vzniku AI způsobené nedostatečně definovaným rizikovým profilem fondu (často nedostatečně odvozeným od investiční strategie a nástrojů). Pouhý výčet rizik však není dostačující, neboť pro účely kvalitního vyhodnocení rizikovosti fondu, a tedy i budoucí investice do něj, je nezbytné poznání hloubky, resp. míry jednotlivých rizik. Míra jednotlivých rizik je zhoršena/zvětšena existencí AI, která je dána nedostatečnou informovaností v oblasti stanovených investičních limitů. Není-li ve statutu specifikován investiční limit jednotlivého investičního nástroje, je tím zvětšen rozsah daného rizika, které může negativně ovlivnit až 100 % hodnoty fondového kapitálu. Pro účely další eliminace AI a s ní spojeným nárůstem rozsahu jednotlivých rizik byla identifikována následující opatření, jejichž cílem je snížit a zejména pomoci kvantifikovat predikci rozsahu jednotlivých rizik:

1. vyhodnotit, kolik % fondového kapitálu je (dle statutu) potenciálně ohroženo jednotlivými riziky; tj. vyhodnotit dle zveřejněných investičních limitů; nejsou-li investiční limity zveřejněny pro každý investiční nástroj, má se za to, že riziko spojené s daným investičním nástrojem může mít vliv na 100 % fondového kapitálu.
2. vyhodnotit pravidla pro používání CK fondem, tj. zejména velikost CK, kolik CK může fond přijmout; tímto je kvantifikováno, jak velký rozsah může mít riziko nesplacení CK. Vyhodnocením pravidel pro používání CK lze vyhodnotit riziko pákového efektu; nejsou-li tato pravidla stanovena, má se za to, že riziko pákového efektu může hrát významnou roli a teoreticky dosáhnou až na 100 % VK fondu.
3. vyhodnocení pravidel likvidity, pravidel poskytování úvěrů z prostředků fondu; pro eliminaci kreditního rizika (nesplacení poskytnutého úvěru dlužníkem) je nutno vyhodnotit pravidla pro poskytování úvěrů; pokud tato nejsou stanovena,

riziko kreditní stoupá, neboť není stanovena zejména bonita dlužníků. Vyhodnocení pravidel řízení likvidity udává potenciálnímu investorovi jistou eliminaci rizika spojeného s možným problémem řízení splatnosti závazků a pohledávek fondu (zejména např. pro účely výplaty podílů).

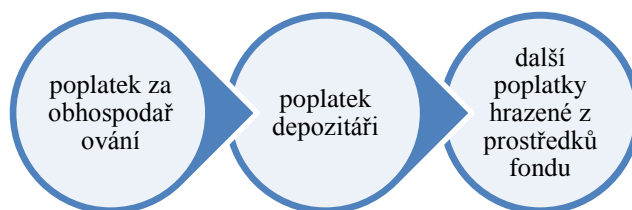
4. vyhodnocení velikosti/rozsahu využívání derivátů, repo-operací a investičních nástrojů v cizích měnách pomocí stanovení pravidel a investičních limitů; nejsou-li tyto specifikovány, má se za to, že riziko měnové, riziko spojené s deriváty a repo-operacemi může mít vliv až na 100 % VK fondu.

Poplatky hrazené z prostředků fondu

Pro odhad budoucí efektivity fondu potenciálním investorem je nezbytná realizace analýzy nákladovosti fondu. Aby byla eliminována AI spojená s neúplnými informacemi o poplatcích hrazených fondem uváděných ve statutu, je klíčové identifikovat následující:

- metodiku výpočtu poplatku za obhospodařování; optimální metodika výpočtu je založena na navázání velikosti tohoto poplatku na průměrnou výši fondového kapitálu (v %), stanovení minimální a maximální výše poplatku (v peněžních jednotkách). Klíčová je dále znalost metodiky výpočtu průměrné hodnoty fondového kapitálu, problémem v praxi však získání potřebných dat.
- metodiku výpočtu poplatku depozitáři; optimální metodika výpočtu je založena také na navázání velikosti tohoto poplatku na průměrnou výši fondového kapitálu (v %), stanovení minimální a maximální výše poplatku (v peněžních jednotkách).
- metodiku stanovení dalších poplatků hrazených z prostředků fondu; zejména se jedná o kontrolu „úplnosti“ seznamu dalších poplatků, které mohou být hrazeny z prostředků fondu, aby nemohlo v průběhu další realizace fondu dojít k dalšímu zvýšení nákladovosti fondu. Ideální je situace, kdy je fondem garantována (v %) maximální nákladovost fondu, díky které je stanovena maximální výše nákladů fondu.

Schéma č. 18 Analýza informací zveřejněných ve statutu – poplatky hrazené z prostředků fondu



Zdroj: vlastní zpracování

Výkonnost fondu – výnosnost investice

Postup při vyhodnocení výnosnosti investice zahrnuje identifikaci výnosnosti fondu, pravidel investování a kolísání výnosnosti fondu. Metodický postup analýzy výkonnosti fondu je následující:

1. identifikace roční výnosnosti fondu v čase – nejkvalitnější je provést analýzu na základě denních dat hodnot podílových listů fondu, pokud tato nejsou známa, je nutno kalkulovat s tím, že čím méně častá data o výkonnosti fondu jsou k dispozici, tím je predikce méně kvalitní a riziko AI větší.
2. identifikace pravidel pro realizaci investic do fondu, zejména se jedná o: délku investice, velikost vstupního a výstupního poplatku, pravidel odkupu PL.
3. identifikaci volatility výnosnosti fondu (tedy i předpokládané budoucí investice do něj) pomocí vyhodnocení historických dat o hodnotách PL. Platí, že čím menší četnost dat je k dispozici, tím volatilita a směrodatná odchylka mají menší vypovídací schopnost a AI větší vliv.

Ad. 3.) Přijetí rozhodnutí

Rozhodnutí o realizaci investice či nikoliv, je podmíněno výsledky předešlých kroků, resp. analýz a dále charakterem investora. Rizikově averzní investor realizuje investici do fondu pouze tehdy, pokud velikost rizikovosti fondu a rozsah AI bude nevýznamný. Tento typ

investora nebude ochoten podstoupit vyšší riziko ani za cenu budoucího vyššího výnosu. Rizikově averzní investor vyžaduje výnosnost fondu ve výši: bezrizikové výnosnosti (danou nejčastěji investicemi do státních dluhopisů) a malé rizikové prémie. Zpravidla cca 1 – 2 % nad bezrizikovou úroveň. Je ochoten se smířit s nízkým výnosem, neboť není ochoten podstoupit vysoké riziko. Investor vyhledávající riziko investici do FKI realizuje i v případě, že výsledky analýz potvrdily vyšší riziko a významný vliv AI, jako kompenzaci však bude vyžadovat vyšší rizikovou prémii své investice (tedy vyšší výnosnost fondu).

7. Závěr

Asymetrie informací je v posledních letech stále velmi často skloňovaným tématem nejen v ekonomické teorii. Nicméně právě v ekonomii lze velmi dobře vidět a vyhodnotit její negativní dopady na ekonomické subjekty (jak bylo již v minulosti prokázáno např. v oblasti bankovníctví či pojišťovnictví).

Práce byla založena na tvrzení, že existuje asymetrie informací mezi investiční společností obhospodařující fondy kvalifikovaných investorů a potenciálním investorem zvažujícím investici do těchto fondů s negativním dopadem na straně potenciálního investora. Hlavním cílem práce proto bylo prokázat vliv této asymetrie na rozhodovací proces investora, vyhodnotit míru tohoto vlivu, nalézt faktory AI a získané závěry implementovat do investičních doporučení, jejichž smyslem je eliminovat negativní vliv asymetrie informací v investičním rozhodování.

Asymetrií informací v této práci je chápáno jak záměrné zkreslení informací vydávaných investiční společností za účelem přilákání dalších investorů, tak záměrné nesdělení části informací. Zdrojem asymetrie informací je tedy mj. chápána i neúplnost informací sdělovaných investiční společností vůči potenciálním investorům

Výběr tématu práce byl podmíněn jeho aktuálností, neboť fondy kvalifikovaných investorů jsou aktuálně vysoce rozvíjejícím se odvětvím kapitálového trhu (což vyplývá např. z trvalého růstu počtu zakládaných FKI podílového i investičního typu) a problematika asymetrie informací je všudypřítomná, tedy i v oblasti investování do FKI.

Práce byla strukturována tak, aby mohly být identifikovány zdroje AI tak, jak postupně při investičním rozhodování potenciální investor s informacemi pracuje. Prvotním zdrojem informací poskytující potenciálnímu investorovi základní informace (zejména kontaktního charakteru) o investičních společnostech i konkrétních fondech je Česká národní banka. Analýza zveřejňovaných informací na portálu ČNB napříč investičními společnostmi a jednotlivými fondy prokázala, že AI existuje, resp. že mezi IS zde existují rozdíly v rozsahu informací zveřejňovaných, nicméně vzhledem k charakteru informací takto zveřejňovaných nelze vyhodnotit tuto asymetrii jako negativně ovlivňující rozhodování potenciálního investora. Informace zde slouží potenciálnímu investorovi zejména jako zdroj o počtu IS, jejich délce historie, počtech obhospodařovaných fondů a následně jako základní zdroj o

jednotlivých fondech, zejména typu charakter fondu, jeho délka historie a informace o obhospodařovateli a depozitáři fondu.

Co však již má vliv na rozhodovací proces investora je dostupnost klíčových dokumentů a způsob jejich zveřejňování. Klíčovým dokumentem obsahující stěžejní informace o fondu a jeho hospodaření jsou zejména statut fondu a zpráva o hospodaření fondu. Výsledky analýzy prokázaly, že existuje AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI. Negativní dopad této AI je dán zejména faktem, že dokumenty nejsou často veřejně dostupné, např. v případě statutu fondu se jedná o 80 % zveřejněných statutů, v případě výročních zpráv o hospodaření fondu je zveřejněno dokonce pouze 40 %.

Jako významný zdroj AI (a neúplnosti informací) vedoucí ke snížení schopnosti odhadu rizikovosti a budoucí výnosnosti fondu ze strany potenciálního investora se ukázaly být zejména právě informace obsažené ve statutu fondu.

Informace potřebné pro potenciálního investora k vyhodnocení rizikovosti fondu (tedy i jeho potenciální investice) jsou obsažené v popisu investiční strategie fondu a jeho rizikovém profilu. Analýza v praxi však prokázala, že není respektován vztah mezi investiční strategií a rizikovým profilem fondu. Rizika deklarovaná investičními společnostmi v rizikovém profilu fondu neodpovídají plně investiční strategii fondu. Byly zde odhaleny 2 příčiny vzniku AI: nezveřejnění všech rizik, které by vyplývaly z investiční strategie (tj. neúplnost rizikového profilu); nedostatečné stanovení investičních limitů pro jednotlivé investiční nástroje (fakt, jenž způsobuje teoretické zvýšení rizikovosti fondu, resp. to, že jednotlivým rizikům podléhá až 100 % fondového kapitálu, než by podléhalo za předpokladu stanovení investičních limitů).

Dalším zdrojem AI se ukázaly být zveřejňované informace o nákladových položkách fondu. Faktorem způsobujícím AI a nejistotu na straně potenciálního investora je zejména neúplnost těchto informací, resp. fakt, že mnohé nákladové položky jsou definovány ve statutech tak, že umožňují teoretické navyšování procentuální nákladovosti fondu. Dominantní roli zde hraje výše poplatku za obhospodařování, charakter jeho výpočtu a stanovení, příp. nestanovení horní hranice tohoto poplatku a dále poplatek hrazený depozitářské bance. Samostatnou kapitolou jsou tzv. „další náklady hrazené z prostředků fondu“ jež jsou prezentované ve statutech fondu jako výčet oprávněných nákladů dále hrazených z prostředků fondu. V praxi však bylo prokázáno, že existují významné rozdíly jak v rozsahu tohoto výčtu, tak v „úplnosti“ tohoto seznamu, neboť často je umožněno zahrnout

do nákladů „další, výše neuvedené náklady“, tj. prakticky není uveden konečný výčet či strop tohoto seznamu a může tak teoreticky docházet ke zvyšování nákladovosti fondu v budoucnu, což opět komplikuje odhad potenciálnímu investorovi o vývoji nákladovosti a tedy i výnosnosti fondu, do něhož má zájem investovat.

Klíčovými faktory, AI způsobující zvýšenou rizikovost v rozhodování na straně potenciálního investora o budoucí investici, se prokázaly být zejména: výše vstupního poplatku, poplatku za obhospodařování, depozitářského poplatku, další náklady hrazené z prostředků fondu, sazba daně z příjmu FKI a míra inflace. Míra vlivu těchto rizikových faktorů na čistou současnou hodnotu investice byla testována v rámci kapitoly 5.5 a nejvíce rizikovým faktorem (tj. faktorem, který má největší vliv na čistou současnou hodnotu investice) byl identifikován vstupní poplatek, dále míra inflace a poplatky za obhospodařování. Citelný vliv má také velikost sazby daně z příjmu FKI, v případě poplatku depozitáři a dalších nákladů hrazených z prostředků fondu lze hovořit o malém vlivu na výslednou NPV investice. Kompletní výsledky všech realizovaných analýz jsou součástí kapitoly 6.

Výsledky realizovaných výzkumů a analýz byly základem pro tvorbu dvou výstupů práce, a to: *doporučení informační povinnosti pro investiční společnosti*, které by eliminovalo vznik AI na straně potenciálního investora a umožnilo mu tak přístup k dostatečnému množství informací v potřebné kvalitě; a *doporučení pro eliminaci existence AI v rozhodování potenciálního investora*.

Doporučení informační povinnosti pro investiční společnosti jsou součástí kapitoly 6.2 a stanovují zejména informační povinnost v oblasti prezentování rizikového profilu fondu v závislosti na zvolené investiční strategii. Základem pro doporučení pro informační povinnost investičních společností byla identifikovaná rizika v členění: rizika neovlivnitelná, rizika fondů kvalifikovaných investorů, rizika investiční strategie a rizika technik hospodaření.

Klíčovým rizikovým faktorem se ukázal být vztah mezi investiční strategií (resp. investičními nástroji) a rizikovým profilem fondu. Respektování tohoto vztahu a dodržování pravidel zveřejnění rizik v závislosti na investičních nástrojích eliminuje riziko chybného vyhodnocení rizikovosti fondu potenciálním investorem.

Doporučení pro eliminaci existence AI v rozhodování potenciálního investora jsou součástí kapitoly 6.3 a stanovují především metodický postup v práci s informacemi pro

eliminaci vzniku asymetrie informací a tím zajištění realizace kvalifikovaného rozhodnutí o vhodnosti, resp. nevhodnosti plánované investice potenciálním investorem. Stanoven je metodický postup rozhodovacího procesu ve fázích od sběru dat až po přijetí rozhodnutí.

Důraz byl kladen zejména na správné vyhodnocení rizikovosti investiční strategie fondu a vyhodnocení informací o výkonnosti fondu a jeho nákladových položkách. Klíčovou částí těchto doporučení je tedy zejména analýza zdrojových dokumentů s důrazem na správnou identifikaci informací o výkonnosti fondu a jednotlivých rizik, jimž fond podléhá.

Závěrem lze zkonstatovat, že asymetrie informací je všudypřítomná a v procesu investování do fondů kvalifikovaných investorů má zásadní dopad zejména na potenciálního investora, i když lze AI nalézt i na straně investiční společnosti. Zdrojů asymetrie informací bylo nalezeno několik, avšak pochopitelně s rozdílným vlivem na finanční kritérium investora, tj. čistou současnou hodnotu investice. Byla prokázána jak asymetrie, která prakticky nemá vliv (resp. velmi nízký) na výnosnost investora, tak asymetrie, jejíž dopad na investora může mít fatální důsledky v podobě znehodnocení jeho investice.

Práce s ohledem na omezené možnosti rozsahu byla cílena pouze na fondy kvalifikovaných investorů v podobě podílových fondů. Provedený výzkum však zároveň nabízí možnost rozšíření dalšího výzkumu, a to zejména na oblast zkoumání asymetrie informací v FKI investičního typu, příp. srovnání výskytu AI mezi FKI a standardními fondy, kde lze očekávat větší rozdíly již s ohledem na rozdílnou informační základnu fondů danou platnou legislativou.

Seznam použité literatury

Publikace

1. BEBCZUK, Ricardo N. *Asymmetric information in financial markets: introduction and applications*. New York: Cambridge University Press, 2003. 159 p. ISBN 0521797322
2. BIERMAN, Harold, SMIDT, Seymour. *Financial management for decision making*. London: Collier Macmillan, 1986. 842 p. ISBN 0023100303
3. BUSSEY, Lynn E. *The economic analysis of industrial projects*. New Jersey: Prentice Hall, 1978. 491 s. ISBN 978-01-32233880
4. CIPRA, Tomáš. *Finanční ekonometrie*. 2. vyd., Praha: Ekopress, 2013. 538 s. ISBN 978-80-86929-93-4
5. FOTR, Jiří, HNILICA Jiří. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2560-4
6. FRANK, Robert. *Mikroekonomie a chování*. 1. vyd., Praha: Svoboda, 1995. 765 s. ISBN 8020504389
7. HAYEK, Friedrich August von. *Individualism and economic order*. Chicago: University of Chicago Press, 1992. 271 s. ISBN 0226320936
8. HOŘEJŠÍ, Bronislava. *Mikroekonomie*. 4. vyd., Praha: Management Press, 2006. 573 s. ISBN 978-80-7261-150-8
9. HUBBARD, Douglas. *How to measure anything: finding the value of „intangibles“ in business*. 2007. 287 s. ISBN 9780470110126
10. JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd., Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4
11. KEYNES, John Maynard. *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. 1. vyd., Praha: Československá akademie věd, 1963. 386 s. ISBN 29.50
12. KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7. vyd., Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-5064-4
13. KNIGHT, Frank Hyneman. *Risk, uncertainty and profit*. Washington, DC: Beard Books, 2002. 381 s. ISBN 1587981262
14. LEVY, Haim, SARNAT, Marshall. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1.vyd., Praha: Grada Publishing, 1999. 920 s. ISBN 80-7169-504-1

15. MERNA, Tony, FAISAL, F. Al – Thani. *Risk management – řízení rizik ve firmě*. Brno: Computer Press, 2007. ISBN 978-80-251-1547-3
16. REVENDA, Zbyněk, a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 1996. ISBN 80-85943-06-9
17. SMITH, Adam. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. Praha: Liberální institut, 2001. 986 s. ISBN 80-86389-15-4
18. SOUKUPOVÁ, Jana, HOŘEJŠÍ, Bronislava, MACÁKOVÁ, Libuše, SOUKUP, Jindřich. *Mikroekonomie*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2004. 548 s. ISBN 80-7261-061-9
19. SYROVÝ, Petr, NOVOTNÝ Martin. *Osobní a rodinné finance*. 2. vyd., Praha: Grada Publishing, 2005. 176 s. ISBN 80-247-1098-6
20. VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd., Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2
21. ZMEŠKAL, Zdeněk, DLUHOŠOVÁ, Dana, TICHÝ, Tomáš. *Finanční modely koncepty, metody, aplikace*. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0
22. ZUZÁK, Roman, KÖNIGOVÁ, Martina, *Krizové řízení podniku*. 2. vyd., Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-3156-8

Články

23. AKERLOF, G. A. (1970): *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Quarterly Journal of Economics 84 (3): 488 – 500.
24. AKERLOF, G. A., SPENCE, A. M., STIGLITZ, J. E. Praha: Oeconomica, 2005, 39 s., ISBN 80-245-0900-8.
25. AKERLOF, G. A. *Explorations in pragmatic economics: selected papers of George A. Akerlof (and co-authors)*. Oxford: Oxford University Press, 2005, 514 s. ISBN 0199253919
26. DAWSON, P. J., MAWDESLEY, M. J. and ASKEW, W. H. (1995) A Risk Perspective Approach to Risk management. A construction Organisation: First International Conference on Construction Project Management, Singapore
27. EATWELL, J., MILGATE, M. and NEWMAN, P. *Allocation, Information, and Markets*, London, 1989, New York: Norton. ISBN 9780393958546
28. EASLEY and M. O' Hara. *Price, Trade Size, and Information in Securities Markets*. Journal of Financial, Economics, 19(1):69–90, 1987.

29. HAYEK, F. A. *The Use of Knowledge in Society*. The American Economic Review. Sep. 1945, č. 4, s. 519 – 530
30. HAYEK, F. A. von. 1993. *Využívání informací ve společnosti*. In: Ježek, T. (ed.): Liberální ekonomie. Kořeny euroamerické civilizace. Praha: Prostor. 1993. str. 161–177.
31. HANYES, J. (1895): *Risk as an Economic Factor*. Quarterly Journal of Economics, 1895, roč. 9, č. 4, s. 409 – 449.
32. JONÁŠ, J. 2001. *Nobelova cena za ekonomii pro rok 2001*. [online]. Washington, 2001. Dostupné na World Wide Web: <<http://www.freewebs.com/jjonas/>> .
33. MAREK, P. *Riziko – přístupy k jeho vymezení*. In: VŠB-TU Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra Financí: Řízení a modelování finančních rizik: Sborník příspěvků z 5. mezinárodní vědecké konference, Ostrava 8. - 9. září 2010 [online]. 2010 [cit. 2015-04-27]. ISBN 978-80-248-2306-5. Dostupné z: <http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/rmfr/prispevky/dokumenty/Marek.Petr.pdf>
34. MIRRLEES, J., ADAM. S. *Tax by design: the Mirrlees review*. 1st ed. Oxford: Oxford University Press, 2011, 531 s. ISBN 978-0-19-955374-7
35. OČKO, P. 2005a. *Vymezení a aktuální problémy informační ekonomiky*, In Politická ekonomie. Praha : Oeconomica (VŠE). č. 3. 2005. s. 383 - 404
36. OČKO, P. 2007. *Prospects of Marketing in the Information Economy*. In Proceedings from the 15th BOBCATSSS symposium, January 29th – 31st, 2007, Praha.
37. ROTSCCHILD, M., STIGLITZ, J.: *Equilibrium in Competitive Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, Quarterly Journal of Economics, 1976, s. 629 – 649.
38. SOJKA M., *Asymetrické informace a jejich důsledky pro metodologii ekonomie*. Ekonomika, právo, politika, č. 19/2002 Praha: CEP, 2002, s. 39 – 50. ISBN 80-86547-13-2
39. SPENCE, M. A. (1973): *Job Market Signaling*. Quarterly Journal of Economics 87 (3): 355 - 374.
40. STIEGLER, G. J.: *The Economics of Information*, The Journal of Political Economy, Volume 69, Issue 3 (Jun. 1961), 213 – 255
41. STIGLER, G. 1998. *The Economics of Information*. In SAFFRAN, Bernard; SCHERER, F.M. (eds.). Price theory and its applications. Cheltenham (UK) : Elgar, 1998, s. 543-555. Elgar Reference Collection. International Library of Critical Writings in Economics, vol. 89. Previously published in 1961
42. STIGLITZ, J. E.: *Asymetrie informací a moci*, Ekonom 2001, roč. 48, č. 50, s. 22-23.
43. STIGLITZ, J. E. *Journal of Economic Literature*. The Causes and Consequences of The Dependence of Quality on Price, March 1987, č. 1, s. 1 – 48.

44. STIGLITZ, J. E. 2000. *The Contributions of the Economics of Information to the 20th Century Economics*. Quarterly Journal of Economics. 2000, vol. 115, no. 4, s. 1441-1478.
45. SVOBODA, E., - BITTNER, L., - SVOBODA, P., (2006): *Moderní přístupy v řízení podniků v novém podnikatelském prostředí*. Praha, Profesional Publishing, 2006.
46. ŠINDELÁŘ, J. 2006. *Informační asymetrie v ekonomice a příklady jejich vlivu na trzích*. Praha: Ústav informačních studií a knihovnictví. Univerzita Karlova. 2006.
47. ŠVARC, Z., ZEMAN, J. *Informační asymetrie a tržní selhání*. Praha: Oeconomica, 2009, 21 s. ISBN 978-80-245-1615-8.

Zákony a vyhlášky

48. Evropský parlament a Rada EU. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. 4. 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS. In. *Úřední věstník EU* 21. 4. 2004. L 145/1. Dostupná na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX:32004L0039>
49. Evropský parlament, Rada EU. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61EU ze dne 8. června 2011 O správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU)č. 1095/2010. In. *Úřední věstník Evropské unie* 8. 6. 2011. L 174/1 – L 174/73. Dostupná na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:CS:PDF>
50. Rada EU. Směrnice Rady 85/611/EHS ze dne 20. 12. 1985 O koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). In. *Úřední věstník Evropské unie* 20. 12. 1985. s. 139 – 154. Dostupná online na <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:31985L0611>
51. Česko. Zákon č. 240/2013 Sb. ze dne 3. 7. 2013, O investičních společnostech a investičních fondech. In. *Sbírka zákonů* 3. 7. 2013, roč. 2013, částka 94, s. 2298 – 2478. ISSN1213-2217
52. Česko. Zákon č. 189/2004 Sb. ze dne 1. 4. 2004, O kolektivním investování. In. *Sbírka zákonů* 1. 4. 2004, roč. 2004, částka 63, ISSN 1801-8688.
53. Česko. Zákon č. 267/2014 Sb. ze dne 23. 10. 2014, kterým se mění zákon o daních z příjmů. In. *Sbírka zákonů* 1. 1. 2015, roč. 2014, částka 109, s. 3098 – 3144. ISSN 1211-1244
54. Česko. Zákon č. 15/1998 Sb. ze dne 13. 1. 1998 O dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně dalších zákonů. In. *Sbírka zákonů* 5. 6. 2008, roč. 2008, částka 74. ISSN 1211-1244.

55. Česko. Zákon č. 256/2004 Sb. ze dne 14. 4. 2004 O podnikání na kapitálovém trhu. In. *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 2015-12-20].
56. Česko. Nařízení vlády č. 242/2013 Sb. ze dne 24. 7. 2013 O sdělení klíčových informací speciálního fondu a o způsobu poskytování sdělení a statutu speciálního fondu v jiné než listinné podobě. In. *Sbírka zákonů 24. 7. 2013*, roč. 2013, částka 95, s. 2498 - 2544. ISSN 1211-1244
57. Česko. Zákon č. 227/2013 Sb. ze dne 20. 6. 2013 kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. In. *Sbírka zákonů 20. 6. 2013*, roč. 2013, částka 91, s. 2143 – 2153. ISSN 1211 – 1244
58. Česko. Zákon č. 362/2000 Sb. ze dne 14. 10. 2000 kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony. In. *Sbírka zákonů 23. 10. 2000*, roč. 2000, částka 99. ISSN 1211 – 1244
59. Česko. Zákon č. 248/1992 Sb. ze dne 28. 4. 1992 O investičních společnostech a investičních fondech. In: *ASPI* [právní informační systém]. Praha: Wolters Kluwer ČR [vid. 2015-1-5]
60. Česko. Zákon č. 124/1998 Sb. ze dne 13. 5. 1998 kterým se mění a doplňuje zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů. In. *Sbírka zákonů 13. 5. 1998*, roč. 1998, částka 42, s. 5446 – 5459. ISSN 1211 – 1244
61. Česko. Zákon č. 267/2014 Sb. ze dne 21. 11. 2014 kterým se mění zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. In. *Sbírka zákonů 21. 11. 2014*, roč. 2014, částka 109, s. 3098 – 3144. ISSN 1211 – 1244
62. ČNB. Vyhláška č. 194/2011 Sb. ze dne 27. 6. 2011 o podrobnější úpravě některých pravidel v kolektivním investování. In. *Sbírka zákonů 27. 6. 2011*, roč. 2011, částka 70, s. 2051 – 2086. ISSN 1211 - 1244
63. ČNB. Nařízení vlády č. 243/2013 Sb. ze dne 31. 7. 2013 O investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování. In. *Sbírka zákonů 31. 7. 2013*, roč. 2013, částka 95, s. 2509 – 2538. ISSN 1211-1244
64. ČNB. Vyhláška č. 244/2013 Sb. ze dne 24. 7. 2013 O bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech. In. *Sbírka zákonů 24. 7. 2013*, roč. 2013, částka 96, s. 2546 – 2574. ISSN 1211 – 1244
65. ČNB. Vyhláška č. 246/2013 Sb. ze dne 24. 7. 2013 O statutu fondu kolektivního investování. In. *Sbírka zákonů 24. 7. 2013*, roč. 2013, částka 96, s. 2579 – 2591. ISSN 1211 – 1244

66. ČNB. Vyhláška č. 247/2013 Sb. ze dne 24. 7. 2013 O žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. In. *Sbírka zákonů* 24. 7. 2013, roč. 2013, částka 96, s. 2592 – 2617. ISSN 1211 - 1244
67. ČNB. Vyhláška č. 249/2013 Sb. ze dne 24. 7. 2013 O oznamování údajů obhospodařovatelem a administrátorem investičního fondu a zahraničního investičního fondu České národní bance. In. *Sbírka zákonů* 24. 7. 2013, roč. 2013, částka 96, s. 2630 – 2635. ISSN 1211 – 1244

Firemní literatura

68. AVANT investiční společnost, a.s., *Statut AVANT Česká pole otevřený podílový fond, AVANT investiční společnost, a.s.*, 25 s.
69. AVANT investiční společnost, a.s. *Sdělení klíčových informací – propagační upoutávka AVANT Česká pole otevřený podílový fond, AVANT investiční společnost, a.s.*, 2014
70. AVANT investiční společnost, a.s., *Cíle a investiční strategie AVANT Česká pole otevřený podílový fond, AVANT investiční společnost, a.s.* 2014
71. Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond, *Statut fondu* ze dne 22. 7. 2014
72. Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond, *Historické ceny VK* ke dni 15. 7. 2015
73. Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond, *Pololetní zpráva portfolio manažera* ke dni 31. 12. 2014
74. Investiční společnost České spořitelny, a. s., *Statut IPF 10 - otevřený podílový fond, Investiční společnost České spořitelny, a. s.*, 25 s.
75. J & T investiční společnost, a.s., *Statut J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond, J&T investiční společnost, a.s.* ze dne 22. 7. 2014, 38 s.
76. J & T investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů za rok 2013*, ze dne 23. 4. 2014. 503 s.
77. J & T investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů za rok 2012*, ze dne 24. 4. 2013. 567 s.
78. J & T investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů za rok 2011*, ze dne 25. 4. 2012. 374 s.
79. J & T investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů za rok 2010*, ze dne 27. 4. 2011. 278 s.
80. WOOD & Company investiční společnost, a.s., *Statut WOOD & Company Fond zemědělských komodit – otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a.s.* ze dne 9. 2. 2015, 28 s.

81. WOOD & Company investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů 2013*, ze dne 31. 3. 2014. 115 s.
82. WOOD & Company investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů 2012*, ze dne 29. 4. 2013. 89 s.
83. WOOD & Company investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů 2011*, ze dne 23. 4. 2012. 45 s.
84. WOOD & Company investiční společnost, a.s., *Roční zpráva o hospodaření, výroční zpráva investiční společnosti a obhospodařovaných podílových fondů 2010*, 197 s.

Oficiální zveřejňované dokumenty

85. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Zpráva o činnosti asociace pro kapitálový trh za rok 2013/2014 a o cílech a úkolech na další období* ze dne 14. 5. 2014 [online] dostupná na <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=9>
86. Asociace pro kapitálový trh ČR, Tisková zpráva: *Důvěra ve fondy roste* ze dne 13. května 2015 [online], dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/3231-tz20150513_1q_2015.pdf
87. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Výroční zpráva: 2013/2014* [online] ze dne 14. 5. 2015, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/3021-akat-cr_cz_2013-14.pdf
88. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Výroční zpráva: 2012/2013* [online] ze dne 10. 5. 2013, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2855-akat-cr_cz_2012-13.pdf
89. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Výroční zpráva: 2011/2012* [online] ze dne 17. 5. 2012, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2787-akat-cr_vyrocka_cz_2011-12.pdf
90. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Výroční zpráva: 2010/2011* [online] ze dne 14. 6. 2011, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2298-akatcr_vyrocnizprava.pdf
91. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Prezentace výsledků asset managementu ke konci roku 2014* [online] ze dne 11. 2. 2015, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/3125-tk20150211_prezentace_roku_2014_final.pdf

92. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Prezentace výsledků asset managementu ke konci roku 2013* [online] ze dne 11. 2. 2014, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2879-tk_20140211_-_prezentace_roku_2013_final.pdf
93. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Prezentace výsledků asset managementu ke konci roku 2012* [online] ze dne 6. 2. 2013, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2743-tk_20130206_prezentace_roku_2012.pdf
94. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Prezentace výsledků asset managementu ke konci roku 2011* [online] ze dne 22. 2. 2012, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/2310-tk_20120222_-_prezentace_roku_2011_pdf.pdf
95. Asociace pro kapitálový trh ČR, *Prezentace výsledků asset managementu ke konci roku 2010* [online] ze dne 9. 2. 2011, dostupná na: http://www.akatcr.cz/download/1804-tk_20110209_-_prezentace_roku_2010.pdf
96. Czech national bank, *Financial market supervision report 2013*, Prague, CNB, 2014, 121 s. ISBN 978-80-87225-54-7, [online] dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zpravy_o_vykonu_dohledu/download/dnft_2013_cz.pdf
97. Czech national bank, *Financial market supervision report 2012*, Prague, CNB, 2013, 119 s. ISBN 978-80-87225-46-2, [online] dostupné na http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zpravy_o_vykonu_dohledu/download/dnft_2012_cz.pdf
98. Czech national bank, *Financial market supervision report 2011*, Prague, CNB, 2012, [online] 141 s. ISBN 978-80-87225-39-4, dostupné na: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zpravy_o_vykonu_dohledu/download/dnft_2011_cz.pdf
99. Czech national bank, *Financial market supervision report 2010*, Prague, CNB, 2011 [online], 137 s. ISBN 978-80-87225-31-8, dostupné na: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/souhrnne_informace_fin_trhy/zpravy_o_vykonu_dohledu/download/dnft_2010_cz.pdf
100. HANZLÍK Martin, *Od kupónové privatizace k fondovému centru*, Brno: Právnická fakulta Masarykovy univerzity, 2009, Disertační práce, [online] dostupné na: www.atret.com

Seznam použitých zkratek

AI	asymetrie informací
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive (směrnice o správcích alternativních investičních fondů)
AKAT ČR	Asociace pro kapitálový trh ČR
AMISTA	Amista investiční společnost, a.s.
AVANT	Avant investiční společnost, a.s.
CP	cenný papír
CZK	české koruny
ČHA	čistá hodnota aktiv
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EHS	Evropské hospodářské společenství
ES	Evropské společenství
EU	Evropská unie
EUR	euro
FK	fondový kapitál
FKI	fond kvalifikovaných investorů
IF	investiční fond
IS	investiční společnost
IS CS	Investiční společnost České spořitelny, a.s.
J & T	J & T investiční společnost, a.s.
KCP	komise pro cenné papíry
MF	ministerstvo financí
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Směrnice o trzích finančních instrumentů)

NPV	čistá současná hodnota
OPF	otevřený podílový fond
PC	pořizovací cena
PF	podílový fond
PL	podílový list
QI	QI investiční společnost, a.s.
SKIPCP	subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
TER	ukazatel celkové nákladovosti fondu
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UPF	uzavřený podílový fond
VK	vlastní kapitál
WOOD	WOOD & Company investiční společnost, a.s.
ZOISIF	Zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech
ZOKI	Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování

Seznam tabulek

- Tab. č. 1 Výčet činností administrátora a obhospodařovatele fondu kolektivního investování
- Tab. č. 2 Výčet osob oprávněných být kvalifikovaným investorem dle ZOISIF
- Tab. č. 3 Charakteristiky kvalitativních a kvantitativních scénářů
- Tab. č. 4 Syntéza analyzovaných informací a vyhodnocení existence AI zveřejňovaných informací o investičních společnostech na www.cnb.cz k 31. 12. 2014
- Tab. č. 5 Syntéza analyzovaných informací a vyhodnocení existence AI zveřejňovaných informací o FKI na www.cnb.cz k 31. 12. 2014
- Tab. č. 6 Zveřejnění klíčových dokumentů jednotlivými IS
- Tab. č. 7 Zdroj umístění klíčových dokumentů
- Tab. č. 8 Rozsah informací/počet stran klíčových dokumentů
- Tab. č. 9 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejňování neovlivnitelných rizik ve statutech FKI jednotlivých IS
- Tab. č. 10 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z charakteru FKI dle jednotlivých IS
- Tab. č. 11 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z investiční strategie (investičních nástrojů) dle jednotlivých IS
- Tab. č. 12 Výskyt AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik vyplývajících z technik hospodaření dle jednotlivých IS
- Tab. č. 13 Výsledky AI vyplývající z nezveřejnění investičních limitů
- Tab. č. 14 Výsledky AI vyplývající z nezveřejnění limitů technik hospodaření
- Tab. č. 15 Komparace způsobu prezentování poplatku za obhospodařování
- Tab. č. 16 Komparace způsobu prezentování depozitářského poplatku
- Tab. č. 17 Další náklady hrazené z prostředků fondu uváděné ve 100 % případů
- Tab. č. 18 Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 80 % případů

Tab. č. 19	Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 60 % případů
Tab. č. 20	Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 40 % případů
Tab. č. 21	Další náklady hrazené z prostředků fondu – uváděné v 20 % případů
Tab. č. 22	Přehled prezentování dalších nákladů ve statutech fondů
Tab. č. 23	Vstupní data Simulace č. 1
Tab. č. 24	Scénáře hodnot faktorů rizika
Tab. č. 25	Výsledky analýzy citlivosti – scénáře faktorů rizika
Tab. č. 26	Výsledky analýzy citlivosti – procentuální změny faktorů rizika
Tab. č. 27	Výsledky what-if analýzy
Tab. č. 28	Statistiky NPV simulace č. 1 v letech 2012 - 2014
Tab. č. 29	Výsledky simulace Monte Carlo č. 1 - Pořadí vlivu faktorů rizika na NPV
Tab. č. 30	Vstupní data Simulace č. 2
Tab. č. 31	Scénáře hodnot faktorů rizika druhé simulace
Tab. č. 32	Výsledky analýzy citlivosti – scénáře faktorů rizika – simulace 2
Tab. č. 33	Výsledky analýzy citlivosti – procentuální změny faktorů rizika – simulace 2
Tab. č. 34	Výsledky what-if analýzy simulace 2
Tab. č. 35	Statistiky NPV simulace č. 2 v letech 2012 - 2014
Tab. č. 36	Výsledky simulace Monte Carlo č. 2 – Pořadí vlivu faktorů rizika na NPV
Tab. č. 37	Komparace výsledků metod analýzy vlivu rizikových faktorů na NPV
Tab. č. 38	Komparace výsledků what – if analýzy
Tab. č. 39	Vztah mezi použitými investičními nástroji a rizikem fondu

Seznam schémat

- Schéma č. 1 Vztah rizika k možným ztrátám a ziskům
- Schéma č. 2 Rozdělení finančního trhu
- Schéma č. 3 Základní členění fondů dle ZOISIF
- Schéma č. 4 Kvantifikace rizika a analýza procesu
- Schéma č. 5 Investiční trojúhelník
- Schéma č. 6 Důvod pro vznik AI z pohledu IS maximalizující zisk
- Schéma č. 7 Proces získání dat potenciálním investorem prostřednictvím ČNB
- Schéma č. 8 Informační model investiční strategie FKI
- Schéma č. 9 Vliv poplatku za obhospodařování na výkonnost fondu/investice
- Schéma č. 10 Možnosti eliminace AI v oblasti stanovení nákladové stránky FKI
- Schéma č. 11 Vliv rizikových faktorů daných AI na NPV investora
- Schéma č. 12 Informační model investiční strategie FKI
- Schéma č. 13 Doporučení informační povinnosti – rozdělení rizik dle příčin vzniku
- Schéma č. 14 Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z užívaných technik hospodaření
- Schéma č. 15 Doporučení informační povinnosti – rizika vyplývající z investičních nástrojů
- Schéma č. 16 Informační zdroje potenciálního investora
- Schéma č. 17 Analýza informací zveřejněných ve statutu – rizikový profil fondu
- Schéma č. 18 Analýza informací zveřejněných ve statutu – poplatky hrazené z prostředků fondu

Seznam grafů

- Graf č. 1 Vliv informační asymetrie na tržní rovnováhu
- Graf č. 2 Vývoj počtu investičních společností v období 2009 - 2015
- Graf č. 3 Vývoj počtu podílových a investičních fondů v období 2009 - 2015
- Graf č. 4 Velikost obhospodařovaného majetku FKI ve správě investičních společností v roce 2015
- Graf č. 5 Počty FKI v ČR dle jednotlivých IS v roce 2014

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Analýza informací o investiční společnosti AVANT investiční společnost a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 2 Analýza informací o Investiční společnosti České spořitelny, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 3 Analýza informací o investiční společnosti J&T investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 4 Analýza informací o investiční společnosti QI investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 5 Analýza informací o investiční společnosti WOOD & Company investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 6 Analýza informací o FKI obhospodařovaných AVANT investiční společností a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 7 Analýza informací o FKI obhospodařovaných Investiční společností České spořitelny, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 8 Analýza informací o FKI obhospodařovaných J&T investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 9 Analýza informací o FKI obhospodařovaných QI investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 10 Analýza informací o FKI obhospodařovaných WOOD & Company investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB
- Příloha č. 11 Analýza AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI – AVANT, IS ČS, J&T
- Příloha č. 12 Analýza AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI – QI, WOOD
- Příloha č. 13 Další poplatky hrazené z prostředků fondu - výčet
- Příloha č. 14 Analýza AI J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond, J&T investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik
- Příloha č. 15 Analýza AI WOOD & Company Fond zemědělských komodit otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik
- Příloha č. 16 Analýza AI AVANT – Česká pole otevřený podílový fond AVANT investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

- Příloha č. 17 Analýza AI Investiční společnost České spořitelny, a. s., IPF 10 - otevřený podílový fond vyplývající z (ne)zveřejnění rizik
- Příloha č. 18 Analýza AI Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond vyplývající z (ne)zveřejnění rizik
- Příloha č. 19 Analýza AI Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond vyplývající z nenastavení investičních limitů
- Příloha č. 20 Analýza AI Investiční společnost České spořitelny, a. s., IPF 10 - otevřený podílový fond vyplývající z nenastavení investičních limitů
- Příloha č. 21 Analýza AI AVANT – Česká pole otevřený podílový fond AVANT investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů
- Příloha č. 22 Analýza AI WOOD & Company Fond zemědělských komodit otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů
- Příloha č. 23 Analýza AI J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond, J&T investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů
- Příloha č. 24 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2012
- Příloha č. 25 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2013
- Příloha č. 26 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2014
- Příloha č. 27 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2012
- Příloha č. 28 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2013
- Příloha č. 29 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2014
- Příloha č. 30 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2012
- Příloha č. 31 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2013
- Příloha č. 32 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2014
- Příloha č. 33 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2012
- Příloha č. 34 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2013
- Příloha č. 35 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2014

Přílohy

Příloha č. 1: Analýza informací o investiční společnosti AVANT investiční společnost a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Investiční společnost
2.	IČ	A	275 90 241
3.	Název	A	AVANT investiční společnost, a.s.
4.	Adresa sídla	A	Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 8
5.	Kontaktní adresa	A	Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 9
6.	Telefon	A	267 997 795
7.	Fax	A	296 566 445
8.	E-mail	A	info@avantfunds.cz
9.	Webové stránky	A	www.avantfunds.cz
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	povolení
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	4. 4. 2007
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	4. 4. 2007
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	České - soukromé
17.	Druh subjektu	N	-
18.	Související vazby	A	obhospodařovatel IF s právní osobností (22); obhospodařovatel PF (6)
19.	Další role subjektu	N	-
20.	Přeshraniční služby	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 2: Analýza informací o Investiční společnosti České spořitelny, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Investiční společnost
2.	IČ	A	447 96 188
3.	Název	A	Investiční společnost České spořitelny, a.s.
4.	Adresa sídla	A	Evropská 2690/17, 160 00 Praha 6
5.	Kontaktní adresa	A	Evropská 2690/17, 160 00 Praha 6
6.	Telefon	A	222 180 111
7.	Fax	A	222 180 140
8.	E-mail	A	iscs@iscs.cz
9.	Webové stránky	A	www.iscs.cz
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	povolení
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	27. 12. 1991
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	27. 12. 1991
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	zahraniční dceřiné - EU
17.	Druh subjektu	N	-
18.	Související vazby	A	obhospodařovatel podílového fondu (36)
19.	Další role subjektu	N	-
20.	Přeshraniční služby	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 3: Analýza informací o investiční společnosti J&T investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Investiční společnost
2.	IČ	A	476 72 684
3.	Název	A	J&T investiční společnost, a.s.
4.	Adresa sídla	A	Pobřežní 297/14 Praha 8
5.	Kontaktní adresa	A	Pobřežní 297/14 Praha 8
6.	Telefon	A	222710111
7.	Fax	A	221710126
8.	E-mail	A	info@jtis.cz
9.	Webové stránky	A	www.jtis.cz
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	Povolení
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	Udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	20. 11. 1992
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	20. 11. 1992
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	České soukromé
17.	Druh subjektu	N	-
18.	Související vazby	A	Obhospodařovatel podílového fondu (16)
19.	Další role subjektu	A	IS poskytující služby v zahraničí v rámci volného pohybu služeb. Osoba oprávněná vést samostatnou evidenci investičních nástrojů.
20.	Přeshraniční služby	A	MT

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 4: Analýza informací o investiční společnosti QI investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1	Typ subjektu	A	Investiční společnost
2	IČ	A	27911497
3	Název	A	QI investiční společnost, a.s.
4	Adresa sídla	A	Rybná 682/14, 110 00 Praha 1, ČR
5	Kontaktní adresa	A	Rybná 682/14, 110 00 Praha 1, ČR
6	Telefon	A	225 988 222
7	Fax	A	225 988 202
8	E-mail	A	kahounova@conseq.cz
9	Webové stránky	A	www.conseq.cz
10	Číselný kód	N	-
11	Znakový kód	N	-
12	Typ oprávnění k činnosti	A	povolení
13	Důvod oprávnění k činnosti	A	Udělení licence nebo povolení k činnosti
14	Datum oprávnění k činnosti	A	17. 5. 2007
15	Datum právní moci rozhodnutí	A	17. 5. 2007
16	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	České - soukromé
17	Druh subjektu	N	-
18	Související vazby	A	Obhospodařovatel IF (9), PF (10)
19	Další role subjektu	N	-
20	Přeshraniční služby	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 5: Analýza informací o investiční společnosti WOOD & Company investiční společnost, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Investiční společnost
2.	IČ	A	60192445
3.	Název	A	WOOD & Company investiční společnost, a.s.
4.	Adresa sídla	A	náměstí Republiky1079/1a, 110 00 Praha 1 ČR
5.	Kontaktní adresa	A	náměstí Republiky1079/1a, 110 00 Praha 1 ČR
6.	Telefon	A	222096111
7.	Fax	A	222096222
8.	E-mail	N	-
9.	Webové stránky	A	www.woodis.cz
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	povolení
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	14. 10. 1993
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	14. 10. 1993
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	zahraniční dceřiné - EU
17.	Druh subjektu	N	-
18.	Související vazby	A	obhospodařovatel IF s právní osobností (1); obhospodařovatel PF (4)
19.	Další role subjektu	A	osoba oprávněná vést samostatnou evidenci investičních nástrojů
20.	Přeshraniční služby	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 6: Analýza informací o FKI obhospodařovaných AVANT investiční společností a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Podílový fond
2.	IČ/KIČ/NID	A	8085329206
3.	Název	A	AVANT - Česká pole 2015 otevřený podílový fond
4.	Adresa sídla	A	Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 8
5.	Kontaktní adresa	A	Rohanské nábřeží 671/15, 186 00 Praha 9
6.	Telefon	N	-
7.	Fax	N	-
8.	E-mail	N	-
9.	Webové stránky	N	-
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	Zápis do seznamu
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	Zápis do seznamu
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	10. 4. 2015
15.	Datum právní moci rozhodnutí	N	-
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	N	-
17.	Druh subjektu	A	Fond kvalifikovaných investorů bez přívlastku; Otevřený fond; Fond kvalifikovaných investorů
18.	Související vazby	N	-
19.	Depozitář	A	Československá obchodní banka, a.s.
20.	obhospodařovatel	A	AVANT investiční společnost, a.s.
21.	další role subjektu	N	-
22.	přeshraniční nabízení	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 7: Analýza informací o FKI obhospodařovaných Investiční společností České spořitelny, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Podílový fond
2.	IČ/KIČ/NID	A	8880422244
3.	Název	A	Investiční společnost České spořitelny, a.s., IPF 10 - otevřený podílový fond
4.	Adresa sídla	A	Evropská 2690/17, 160 00 Praha 6
5.	Kontaktní adresa	A	Evropská 2690/17, 160 00 Praha 6
6.	Telefon	N	-
7.	Fax	N	-
8.	E-mail	N	-
9.	Webové stránky	N	-
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	Zápis do seznamu
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	Zápis do seznamu
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	4. 8. 2014
15.	Datum právní moci rozhodnutí	N	-
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	N	-
17.	Druh subjektu	A	Fond kvalifikovaných investorů bez přívlastku; Otevřený fond; Fond kvalifikovaných investorů
18.	Související vazby	N	-
19.	Depozitář	A	Česká spořitelna, a.s.
20.	obhospodařovatel	A	Investiční společnost České spořitelny, a.s.
21.	další role subjektu	N	-
22.	přeshraniční nabízení	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 8: Analýza informací o FKI obhospodařovaných J&T investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	podílový fond
2.	IČ/KIČ/NID	A	8880052676
3.	Název	A	J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond
4.	Adresa sídla	A	Pobřežní 297/14, Karlín, 186 00 Praha 8, Česká republika
5.	Kontaktní adresa	A	Pobřežní 297/14, Praha, 186 00, Česká republika
6.	Telefon	N	-
7.	Fax	N	-
8.	E-mail	N	-
9.	Webové stránky	N	-
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	zápis do seznamu
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	6. 9. 2010
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	6. 9. 2010
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	české - soukromé
17.	Druh subjektu	A	Fond kvalifikovaných investorů bez přívlastku; Otevřený fond; Fond kvalifikovaných investorů; Fond ostatní
18.	Související vazby	N	-
19.	Depozitář	A	Komerční banka, a.s.
20.	obhospodařovatel	A	J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s.
21.	další role subjektu	N	-
22.	přeshraniční nabízení	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 9: Analýza informací o FKI obhospodařovaných QI investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1	Typ subjektu	A	Podílový fond
2	IČ/KIČ/NID	A	8880051475
3	Název	A	Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond
4	Adresa sídla	A	Rybná 682/14, 110 00 Praha 1 ČR
5	Kontaktní adresa	A	Rybná 682/14, 110 00 Praha 1 ČR
6	Telefon	N	-
7	Fax	N	-
8	E-mail	N	-
9	Webové stránky	N	-
10	Číselný kód	N	-
11	Znakový kód	N	-
12	Typ oprávnění k činnosti	A	Zápis do seznamu
13	Důvod oprávnění k činnosti	A	Udělení licence nebo povolení k činnosti
14	Datum oprávnění k činnosti	A	20. 8. 2010
15	Datum právní moci rozhodnutí	A	20. 8. 2010
16	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	České - soukromé
17	Druh subjektu	A	FKI bez přívlastku; OPF, FKI
18	Související vazby	N	-
19	Depozitář	A	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
20	obhospodařovatel	A	QI investiční společnost, a.s.
21	další role subjektu	N	-
22	přeshraniční nabízení	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 10: Analýza informací o FKI obhospodařovaných WOOD & Company investiční společností, a.s. zveřejňované na portále ČNB

	Druh informace	Zveřejněno	Informace
1.	Typ subjektu	A	Podílový fond
2.	IČ/KIČ/NID	A	8080235737
3.	Název	A	WOOD & Company Fond zemědělských komodit - otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a. s.
4.	Adresa sídla	A	náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, ČR
5.	Kontaktní adresa	A	náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, ČR
6.	Telefon	N	-
7.	Fax	N	-
8.	E-mail	N	-
9.	Webové stránky	N	-
10.	Číselný kód	N	-
11.	Znakový kód	N	-
12.	Typ oprávnění k činnosti	A	zápis do seznamu
13.	Důvod oprávnění k činnosti	A	udělení licence nebo povolení k činnosti
14.	Datum oprávnění k činnosti	A	24. 9. 2012
15.	Datum právní moci rozhodnutí	A	24. 9. 2012
16.	Typ subjektu podle přímého vlastnictví	A	české - soukromé
17.	Druh subjektu	A	Fond kvalifikovaných investorů bez přívlastku; Otevřený fond; Fond kvalifikovaných investorů
18.	Související vazby	N	-
19.	Depozitář	A	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
20.	obhospodařovatel	A	WOOD & Company investiční společnost, a.s.
21.	další role subjektu	N	-
22.	přeshraniční nabízení	N	-

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 11: Analýza AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI

- AVANT investiční společnost, a.s.
- Investiční společnost České spořitelny, a.s.
- J & T investiční společnost, a.s.

AVANT investiční společnost, a.s.			
Dokument/Zdroj informací	Zveřejnění dokumentu (A/N)	Zdroj/umístění dokumentu	Rozsah informací (počet stran)
Sdělení klíčových informací	A	www.avantfunds.cz	2
Statut FKI	N	-	25
Výroční zpráva IS	A	www.avantfunds.cz	58
	A	www.justice.cz	58
Zpráva o hospodaření FKI	N	-	-
Pololetní zpráva IS	A	www.avantfunds.cz	25
Pololetní zpráva FKI	N	-	-
Investiční společnost České spořitelny, a.s.			
Dokument/Zdroj informací	Zveřejnění dokumentu (A/N)	Zdroj/umístění dokumentu	Rozsah informací (počet stran)
Sdělení klíčových informací	N		-
Statut FKI	A	www.iscs.cz	25
Výroční zpráva IS	A	www.iscs.cz	584
	A	www.justice.cz	584
Zpráva o hospodaření FKI	N	-	-
Pololetní zpráva IS	A	www.iscs.cz	18
Pololetní zpráva FKI	N	-	-
J & T investiční společnost, a.s.			
Dokument/Zdroj informací	Zveřejnění dokumentu (A/N)	Zdroj/umístění dokumentu	Rozsah informací (počet stran)
Sdělení klíčových informací	nezveřejněn	-	-
Statut FKI	A	www.jtis.cz	38
Výroční zpráva IS	A	www.justice.cz	195/503
	A	www.jtis.cz	195/503
Zpráva o hospodaření FKI	A	www.jtis.cz	308/503
Pololetní zpráva IS	A	www.jtis.cz	21/107
Pololetní zpráva FKI	A	www.jtis.cz	86/107

Příloha č. 12: Analýza AI ve způsobu zveřejňování klíčových dokumentů FKI

- QI investiční společnost, a.s.
- WOOD & Company investiční společnost, a.s.

QI investiční společnost, a.s.			
Dokument/Zdroj informací	Zveřejnění dokumentu (A/N)	Zdroj/umístění dokumentu	Rozsah informací (počet stran)
Sdělení klíčových informací	A	www.conseq.cz	2
Statut FKI	A	www.conseq.cz	25
Výroční zpráva IS	A	www.conseq.cz	38
	A	www.justice.cz	38
Zpráva o hospodaření FKI	N	-	-
Pololetní zpráva IS	A	www.conseq.cz	6
Pololetní zpráva FKI	N	-	-
WOOD & Company investiční společnost, a.s.			
Dokument/Zdroj informací	Zveřejnění dokumentu (A/N)	Zdroj/umístění dokumentu	Rozsah informací (počet stran)
Sdělení klíčových informací	A	www.woodis.cz	1
Statut FKI	A	www.woodis.cz	28
Výroční zpráva IS	A	www.woodis.cz	47/115
	A	www.justice.cz	47/115
Zpráva o hospodaření FKI	A	www.woodis.cz	68/115
Pololetní zpráva IS	A	www.woodis.cz	13/27
Pololetní zpráva FKI	A	www.woodis.cz	14/27

Příloha č. 13 Další poplatky hrazené z prostředků fondu - výčet

	<i>typ poplatku</i>	<i>AVANT</i>	<i>IS_CS</i>	<i>J&T</i>	<i>QI</i>	<i>WOOD</i>
1	daně	A	A	A	A	A
2	správní poplatky	A	N	A	A	A
3	soudní poplatky	A	A	A	A	A
4	notářské poplatky	A	N	A	A	A
5	ověřené překlady	N	N	A	N	N
6	právní poplatky	A	N	A	A	N
7	náklady na daňový audit	A	A	A	A	A
8	náklady na účetní audit	A	A	A	A	A
9	poplatky za vedení účtu	A	A	A	A	A
10	poplatky za úschovu CP	A	A	A	A	A
11	náklady na energie, služby, údržbu, opravy a ostatní provozní náklady	N	N	N	A	N
12	development, dozorová činnost, facility management	N	N	N	A	N
13	náklady na cizí kapitál (úroky z úvěrů)	A	A	A	A	A
14	náklady na pojištění majetku fondu	A	N	A	A	N
15	náklady na znalecké posudky, vyžaduje-li to zákon	N	N	A	N	A
16	náklady na pořízení majetkových hodnot (analýzy, due diligence, znalecké posudky)	A	N	A	A	N
17	náklady na zajištění, snížení rizika event. náklady na snížení nákladů souvisejících s obhospodařováním	A	N	N	N	N
18	náklady spojené s obchody s CP (provize, poplatky organizátorům trhu a obchodníkům s CP	N	A	A	A	A
19	poplatky za vedení majetkových účtů CP	N	A	A	A	N
20	náklady spojené se zapůjčováním CP	N	A	A	N	N
21	náklady z opčních operací	N	A	A	A	A
22	náklady na repo-obchody	N	N	N	A	A
23	náklady z termínovaných operací	N	A	A	A	A
24	náklady na registraci a evidenci podílníků v evidenci investičních nástrojů	N	A	N	N	N
25	poplatky za měnovou konverzi	N	N	A	N	N
26	záporné kursové rozdíly	N	N	A	N	N
27	pořizovací cena prodávaného CP	N	N	A	N	N
28	přirážka za prodej a srážka za odkup PL OPF v majetku fondu	N	N	A	N	N
29	poplatky za uvedení PF na trh	N	N	A	A	N
30	náklady prokazatelně spojené s dosažením výnosů z majetku fond	N	N	A	N	N
31	náklady spojené s realizací výnosů z majetkových hodnot	N	N	A	N	N
32	náklady na vymáhání pohledávek (př. daňové vratky)	N	N	A	N	N
	DALŠÍ, výše neuvedené poplatky	N	N	A	A	A
	maximální celková nákladovost fondu	A	N	N	N	N
	% zveřejněných informací	40,6%	40,6%	84,4%	62,5%	43,8%

Příloha č. 14 Analýza AI J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond, J&T investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z (ne)zveřejnění rizik	
		Zveřejnění rizika ve statutu	Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	A	-
akcie	riziko akciové	N	100%
dluhopisy	riziko dluhových CP	A	-
repoobchody	riziko repoobchodů	A	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	A	-
	riziko spojené s pákovým efektem	A	-
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FK investuje	N	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů	A	-
	riziko kumulace poplatků	A	-
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	A	-
majetkové hodnoty	riziko tržní	A	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	A	-
směnky	riziko dluhových CP	A	-
komodity - drahé kovy	riziko tržní - vývoje ceny komodity	N	100%
komodity (vyjma drahých kovů)	riziko tržní - vývoje ceny komodity	N	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	A	-
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	A	-
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	A	-
	riziko tržní	A	-
	riziko úrokové	N	100%
	riziko politické	A	-
	riziko právních vad	A	-
	riziko nedostatečné likvidity	A	-
	riziko strukturovaných produktů	A	-
	riziko operační	A	-
	riziko nevypořádání transakcí	A	-
	riziko přecenění	A	-
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	A	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	A	-
	riziko zrušení fondu	A	-

Příloha č. 15 Analýza AI WOOD & Company Fond zemědělských komodit otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z (ne)zveřejňování rizik	
		Zveřejnění rizika ve statutu	Kolik % fondového kapitálu ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	A	-
akcie	riziko akciové	N	100%
dluhopisy	riziko dluhových CP	A	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	A	-
	riziko spojené s pákovým efektem	N	100%
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FKI investuje	N	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů	N	-
	riziko kumulace poplatků	N	-
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	A	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	N	-
komodity - drahé kovy	riziko tržní - vývoje ceny komodity	N	100%
komodity (vyjma drahých kovů)	riziko tržní - vývoje ceny komodity	N	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	A	-
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	N	100%
	riziko tržní	A	-
	riziko úrokové	N	100%
	riziko politické	N	100%
	riziko právních vad	N	100%
	riziko nedostatečné likvidity	A	-
	riziko operační	A	-
	riziko nevypořádání transakcí	A	-
	riziko přecenění	N	100%
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	N	100%
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	N	100%
	riziko zrušení fondu	N	100%

Příloha č. 16 Analýza AI AVANT – Česká pole otevřený podílový fond AVANT investiční společnost, a.s. vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z (ne)zveřejňování rizik	
		Zveřejnění rizika ve statutu	Kolik % fondového kapitálu ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	A	-
zemědělské nemovitosti	riziko negativního vývoje trhu s nemovitostmi	A	-
	riziko negativního vlivu dotačních programů	A	-
	riziko ekologické zátěže, eroze a podmáčení půdy	A	-
	riziko nedostatečné infrastruktury	A	-
	riziko změn klimatu a cen komodit	A	-
účasti na PO, které vlastní zemědělské nemovitosti		A	-
movité věci spojené se zeměd. usedlostmi		A	-
majetková práva k zeměd. nemovitostem		A	-
dluhopisy PO, které vlastní zemědělské nemovitosti		A	-
akcie	riziko akciové	N	100%
dluhových CP	riziko dluhových CP	A	-
repoobchody	riziko repoobchodů	A	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	A	-
	riziko spojené s pákovým efektem	A	-
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	N	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	N	100%
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	N	100%
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	N	100%
	riziko tržní	A	-
	riziko úrokové	A	-
	riziko politické	A	-
	riziko daňové	A	-
	riziko právních vad	A	-
	riziko nedostatečné likvidity	A	-
	riziko operační	A	-
	riziko nevypořádání transakcí	A	-
	riziko přecenění	A	-
	riziko inflace	A	-
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	A	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	A	-

	riziko zrušení fondu	A	-
	riziko regulace a dohledu nad FKI	A	-
	riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK	A	-
	riziko odkupu PL	A	-
	riziko pozastavení odkupu PL	A	-
	riziko činnosti depozitáře	A	-

Příloha č. 17 Analýza AI Investiční společnost České spořitelny, a. s., IPF 10 - otevřený podílový fond vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z (ne)zveřejňování rizik	
		Zveřejnění rizika ve statutu	Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	A	-
akcie	riziko akciové	A	-
dluhopisy	riziko dluhových CP	A	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	N	30%
	riziko spojené s pákovým efektem	N	30%
repoobchody	riziko repoobchodů	A	-
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FKI investuje	N	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů	N	100%
	riziko kumulace poplatků	N	100%
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	A	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	A	-
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	A	-
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	N	10%
	riziko tržní	A	-
	riziko úrokové	N	100%
	riziko politické	A	-
	riziko právních vad	N	100%
	riziko nedostatečné likvidity	A	-
	riziko operační	A	-
	riziko nevypořádání transakcí	N	100%
	riziko přecenění	N	100%
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	N	100%
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	N	100%
	riziko zrušení fondu	A	-

Příloha č. 18 Analýza AI Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond vyplývající z (ne)zveřejnění rizik

<i>investiční nástroj/technika fondu</i>	<i>riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů</i>	<i>Analýza AI vyplývající z (ne)zveřejňování rizik</i>	
		<i>Zveřejnění rizika ve statutu</i>	<i>Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI</i>
investice do CP	riziko investice do CP	A	
akcie	riziko akciové	-	
dluhopisy	riziko dluhových CP	-	
repoobchody	riziko repoobchodů	-	
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	A	
	riziko spojené s pákovým efektem	A	
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FKI investuje	-	
	riziko změny hodnoty cílových fondů	-	
	riziko kumulace poplatků	-	
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	A	
obchodní účasti	riziko selhání osoby, v níž má fond účast	A	
nemovitosti	negativního vývoje trhu s nemovitostmi	A	
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	-	
směnky	riziko dluhových CP	-	
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	A	
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	A	
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	-	
	riziko tržní	A	
	riziko úrokové	-	
	riziko politické	-	100%
	riziko právních vad	A	
	daňového režimu	-	100%
	riziko nedostatečné likvidity	A	
	inflace	-	100%
	riziko strukturovaných produktů	-	
	riziko operační	A	
	riziko nevypořádání transakcí	A	
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	A	
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	A	
	riziko zrušení fondu	A	
	riziko pozastavení odkupu PL	A	

Příloha č. 19 Analýza AI Conseqeko-energetický, otevřený podílový fond vyplývající z nenastavení investičních limitů

<i>investiční nástroj/technika fondu</i>	<i>riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů</i>	<i>Analýza AI vyplývající z nenastavení investičních limitů</i>	
		<i>Chybějící limit</i>	<i>Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI</i>
investice do CP	riziko investice do CP	-	-
akcie	riziko akciové	-	-
dluhopisy	riziko dluhových CP	-	-
repoobchody	riziko repoobchodů	-	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	% využití derivátů	100%
	riziko spojené s pákovým efektem	-	100%
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FKI investuje	-	-
	riziko změny hodnoty cílových fondů	-	-
	riziko kumulace poplatků	-	-
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	% možné koncentrace do 1 odvětví	100%
obchodní účasti	riziko selhání osoby, v níž má fond účast	kolik % FK lze investovat do majetkové účasti	100%
majetkové hodnoty	riziko tržní	-	-
nemovitosti	negativního vývoje trhu s nemovitostmi	-	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	-	-
směnky	riziko dluhových CP	-	-
komodity - drahé kovy	riziko tržní - vývoje ceny komodity	-	-
komodity (vyjma drahých kovů)	riziko tržní - vývoje ceny komodity	-	-
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	kolik % FK lze investovat do nástrojů v cizích měnách	100%
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	kolik % FK lze investovat prostřednictvím půjček	100%
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	-	

Příloha č. 20 Analýza AI Investiční společnost České spořitelny, a. s., IPF 10 - otevřený podílový fond vyplývající z nenastavení investičních limitů

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z nenastavení investičních limitů	
		Chybějící limit	Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	-	-
akcie	riziko akciové	-	-
dluhopisy	riziko dluhových CP	-	-
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	-	-
	riziko spojené s pákovým efektem	-	-
repoobchody	riziko repoobchodů	% využití repoobchodů	100%
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FKI investuje	kolik % FK lze investovat do CP jiných fondů	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů		
	riziko kumulace poplatků		
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	-	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	kolik% FK lze investovat do nástrojů peněžního trhu	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	-	-
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	-	-
	riziko tržní	-	-
	riziko úrokové	-	-
	riziko politické	-	-
	riziko právních vad	-	-
	riziko nedostatečné likvidity	-	-
	riziko operační	-	-
	riziko nevypořádání transakcí	-	-
	riziko přecenění	-	-
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	-	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	-	-
	riziko zrušení fondu	-	-

Příloha č. 21 Analýza AI AVANT – Česká pole otevřený podílový fond AVANT investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z nenastavení investičních limitů	
		Chybějící limit	Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	-	-
zemědělské nemovitosti	riziko negativního vývoje trhu s nemovitostmi	-	-
	riziko negativního vlivu dotačních programů	-	-
	riziko ekologické zátěže, eroze a podmáčení půdy	-	-
	riziko nedostatečné infrastruktury	-	-
	riziko změn klimatu a cen komodit	-	-
účasti na PO, které vlastní zemědělské nemovitosti		-	-
movité věci spojené se zeměd. usedlostmi		-	-
majetková práva k zeměd. nemovitostem		-	-
dluhopisy PO, které vlastní zemědělské nemovitosti		-	-
akcie	riziko akciové	kolik% FK lze investovat do akcií	100%
dluhových CP	riziko dluhových CP	-	-
repoobchody	riziko repoobchodů	% využití repoobchodů	100%
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	-	-
	riziko spojené s pákovým efektem	-	-
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	-	-
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	kolik % FK lze investovat do inv.nástrojů v jiných měnách	100%
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	výše půjčky jednomu dlužníkovi	100%
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	do jaké výše FK lze přijímat půjčky na účet fondu	100%
	riziko tržní	-	-
	riziko úrokové	-	-
	riziko politické	-	-
	riziko daňové		
	riziko právních vad	-	-
	riziko nedostatečné likvidity	-	-
	riziko operační	-	-
	riziko nevypořádání transakcí	-	-

	riziko přecenění	-	-
	riziko inflace		
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	-	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	-	-
	riziko zrušení fondu	-	-
	riziko regulace a dohledu nad FKI	-	-
	riziko odchylky hodnoty PL od reálné hodnoty FK	-	-
	riziko odkupu PL	-	-
	riziko pozastavení odkupu PL	-	-
	riziko činnosti depozitáře	-	-

Příloha č. 22 Analýza AI WOOD & Company Fond zemědělských komodit otevřený podílový fond, WOOD & Company investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů

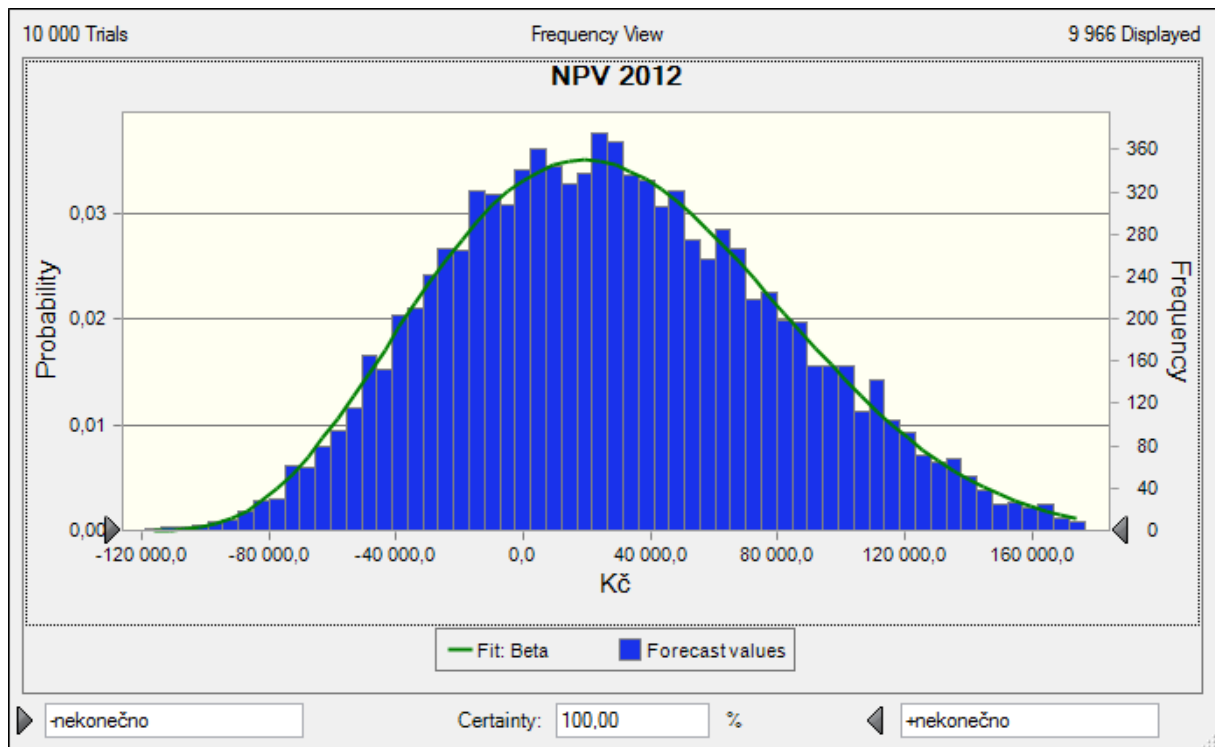
investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z nenastavení investičních limitů	
		Chybějící limit	Kolik % fondového kapitálu (dále jen FK) ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	-	-
akcie	riziko akciové	kolik% FK lze investovat do akcií	100%
dluhopisy	riziko dluhových CP	kolik% FK lze investovat do dluhopisů	100%
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	kolik% FK lze využít pro finanční deriváty	-
	riziko spojené s pákovým efektem	-	-
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FK investuje	kolik % FK lze investovat do CP jiných fondů	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů		
	riziko kumulace poplatků		
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	-	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	kolik% FK lze investovat do nástrojů peněžního trhu	100%
komodity - drahé kovy	riziko tržní - vývoje ceny komodity	kolik% FK lze investovat do komodit drahých kovů	100%
komodity (vyjma drahých kovů)	riziko tržní - vývoje ceny komodity	kolik% FK lze investovat do komodit (vyjma dr.kovů)	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	kolik % FK lze investovat do inv.nástrojů v cizích měnách	100%
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	kolik % FK lze investovat prostřednictvím půjček	100%
	riziko tržní	-	-
	riziko úrokové	-	-
	riziko politické	-	-
	riziko právních vad	-	-
	riziko nedostatečné likvidity	-	-
	riziko operační	-	-
	riziko nevypořádání transakcí	-	-
	riziko přecenění	-	-
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	-	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	-	-

Příloha č. 23 Analýza AI J&T HIGH YIELD MONEY MARKET CZK otevřený podílový fond, J&T investiční společnost, a.s. vyplývající z nenastavení investičních limitů

investiční nástroj/technika fondu	riziko související s investičním nástrojem používaným fondem kvalifikovaných investorů	Analýza AI vyplývající z nenastavení investičních limitů	
		Chybějící limit	Kolik % FK ohroženo v důsledku této AI
investice do CP	riziko investice do CP	-	-
akcie	riziko akciové	kolik% FK lze investovat do akcií	100%
dluhopisy	riziko dluhových CP	kolik% FK lze investovat do dluhopisů	100%
repoobchody	riziko repoobchodů	% využití repoobchodů	100%
finanční deriváty	rizika spojená s deriváty (vývoj hodnoty PA)	-	-
	riziko spojené s pákovým efektem	-	-
CP fondů kol. inv.	riziko operační fondu, do něhož FK investuje	kolik% FK lze investovat do CP jiných fondů	100%
	riziko změny hodnoty cílových fondů		
	riziko kumulace poplatků		
koncentrace nástrojů do odvětví	riziko koncentrace	-	-
majetkové hodnoty	riziko tržní	-	-
nástroj peněžního trhu	riziko úrokové	kolik% FK lze investovat do nástrojů peněžního trhu	100%
směnky	riziko dluhových CP	kolik% FK lze investovat do směnek	100%
komodity - drahé kovy	riziko tržní - vývoje ceny komodity	kolik% FK lze investovat do komodit drahých kovů	100%
komodity (vyjma drahých kovů)	riziko tržní - vývoje ceny komodity	kolik% FK lze investovat do komodit (vyjma dr.kovů)	100%
investiční nástroje v cizích měnách	riziko měnové	-	-
poskytování půjček	riziko poskytnutých půjček - pokles FK	výše půjčky jednomu dlužníkovi	100%
přijímání půjček	riziko insolvence a snížení FK	-	-
	riziko tržní	-	-
	riziko úrokové	-	-
	riziko politické	-	-
	riziko právních vad	-	-
	riziko nedostatečné likvidity	-	-

		kolik% FK lze investovat do strukturovaných produktů	
	riziko strukturovaných produktů		100%
	riziko operační	-	-
	riziko nevypořádání transakcí	-	-
	riziko přecenění	-	-
	riziko ztráty majetku svěřeného do úschovy	-	-
	riziko nedosažení požadované výše FK fondu	-	-
	riziko zrušení fondu	-	-

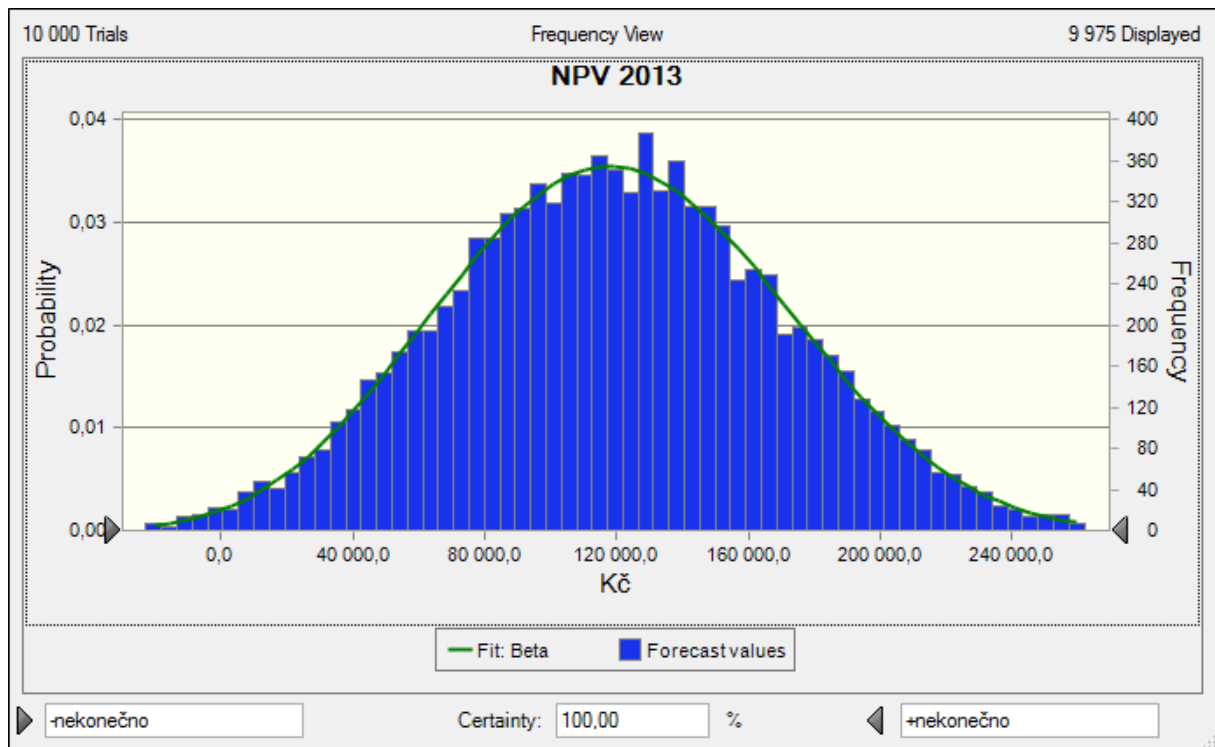
Příloha č. 24 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2012



Forecast: NPV 2012

Statistic	Fit: Beta	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	-16 864,3
Mean	28 858,7	28 858,7
Median	25 989,4	25 703,6
Mode	18 982,6	'---
Standard Deviation	52 678,3	52 680,9
Variance	2 775 001 808,0	2 775 279 335,9
Skewness	0,276	0,276
Kurtosis	2,74	2,74
Coeff. of Variation	1,83	1,83
Minimum	-121 762,7	-123 653,7
Maximum	289 649,9	223 761,2
MeanStd. Error	'---	526,8

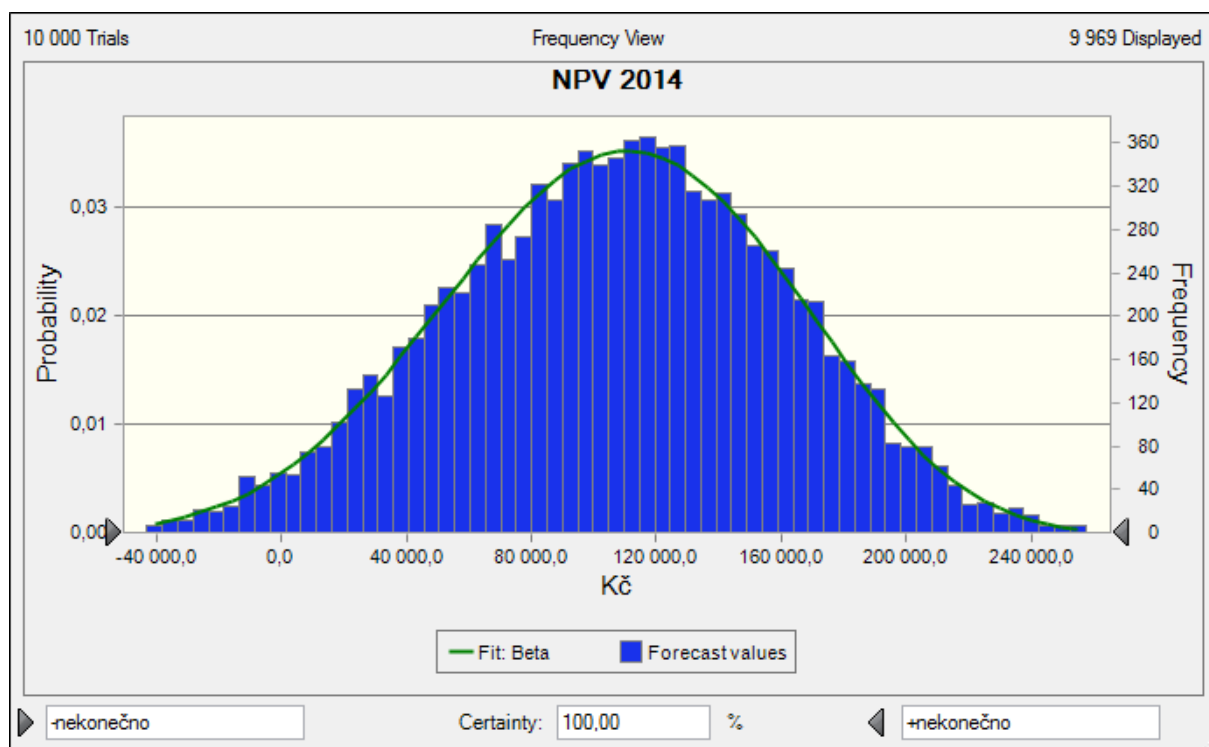
Příloha č. 25 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2013



Forecast: NPV 2013

Statistic	Fit: Beta	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	102 592,0
Mean	119 588,3	119 588,3
Median	119 002,1	119 004,8
Mode	117 687,9	'---
Standard Deviation	50 816,0	50 818,5
Variance	2 582 262 128,6	2 582 520 380,6
Skewness	0,0623	0,0623
Kurtosis	2,77	2,77
Coeff. of Variation	0,4249	0,4249
Minimum	-105 869,3	-46 014,2
Maximum	383 061,0	298 601,4
MeanStd. Error	'---	508,2

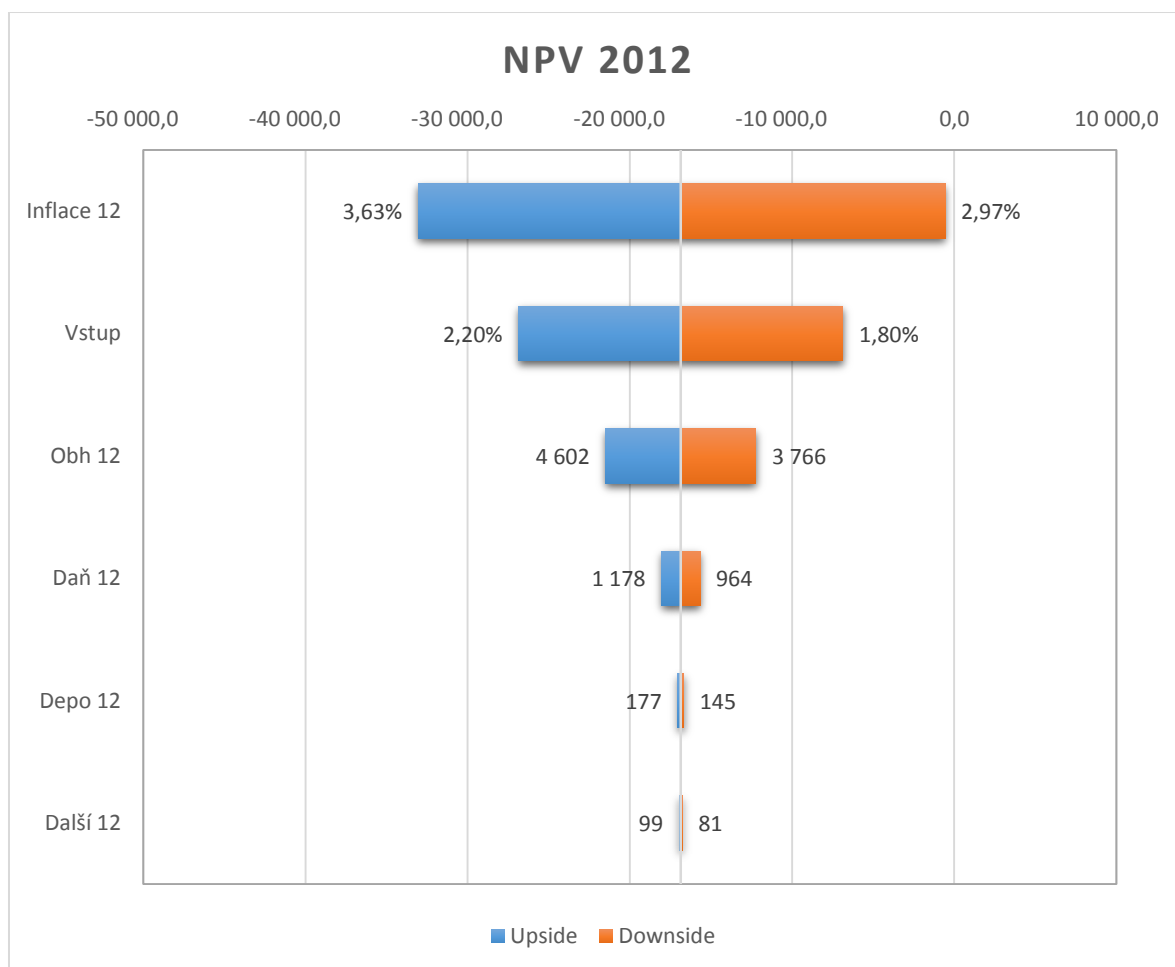
Príloha č. 26 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2014



Forecast: NPV 2014

Statistic	Fit: Beta	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	146 348,6
Mean	107 158,3	107 158,3
Median	108 298,2	108 613,5
Mode	110 900,5	'---
Standard Deviation	53 601,6	53 604,3
Variance	2 873 130 768,7	2 873 418 110,6
Skewness	-0,1132	-0,1132
Kurtosis	2,75	2,75
Coeff. of Variation	0,5002	0,5002
Minimum	-167 826,2	-71 963,4
Maximum	317 892,7	274 238,7
MeanStd. Error	'---	536

Příloha č. 27 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2012



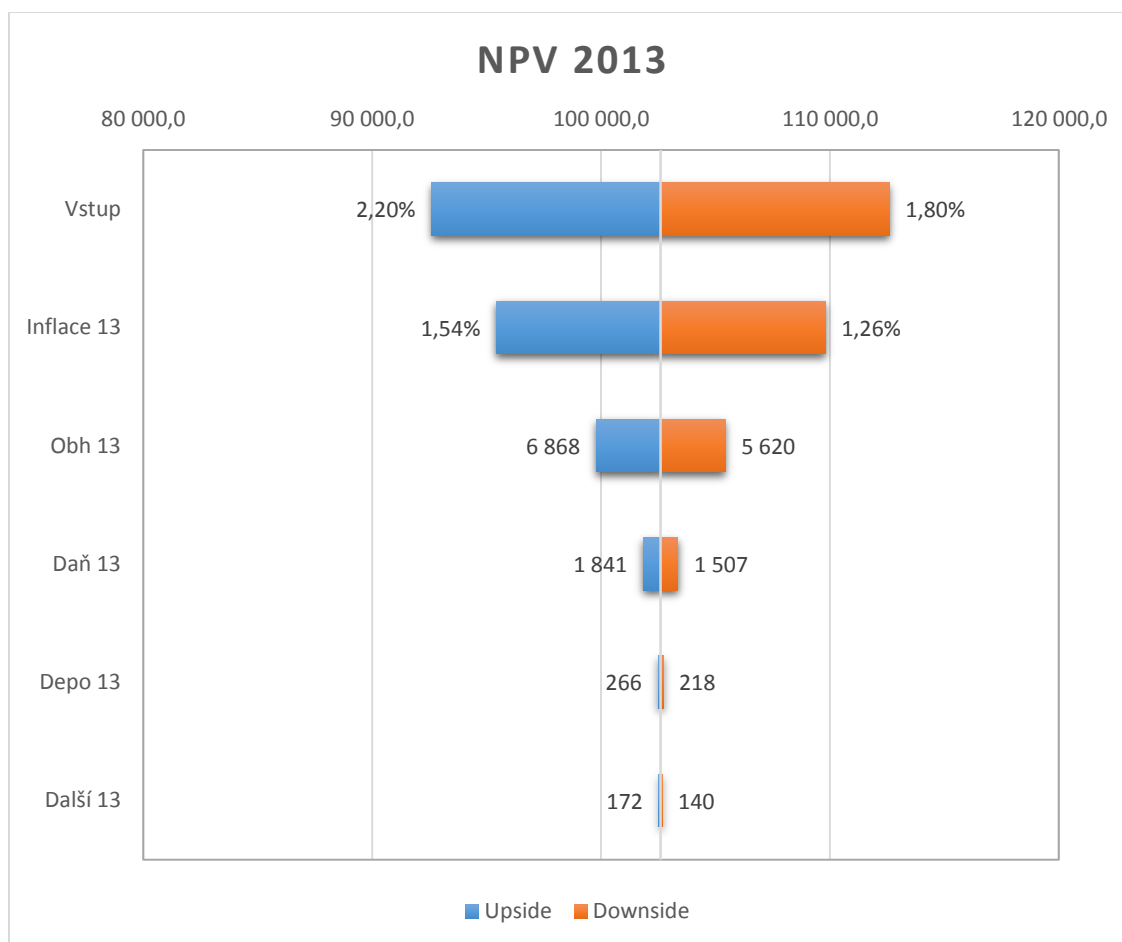
Input Variable	NPV 2012				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Inflace 12	-573,8	-33 051,1	32 477,3	68,21%	2,97%	3,63%	3,30%
Vstup	-6 864,3	-26 864,3	20 000,0	94,08%	1,80%	2,20%	2,00%
Obh 12	-12 235,7	-21 492,9	9 257,2	99,63%	3 766	4 602	4 184
Daň 12	-15 679,5	-18 049,1	2 369,6	99,99%	964	1 178	1 071
Depo 12	-16 686,2	-17 042,4	356,2	100,00%	145	177	161
Další 12	-16 764,7	-16 963,9	199,1	100,00%	81	99	90

¹Explained Variation is cumulative

Run options:

Tornado method	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case for Crystal Ball variables	Existing cell values

Příloha č. 28 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2013



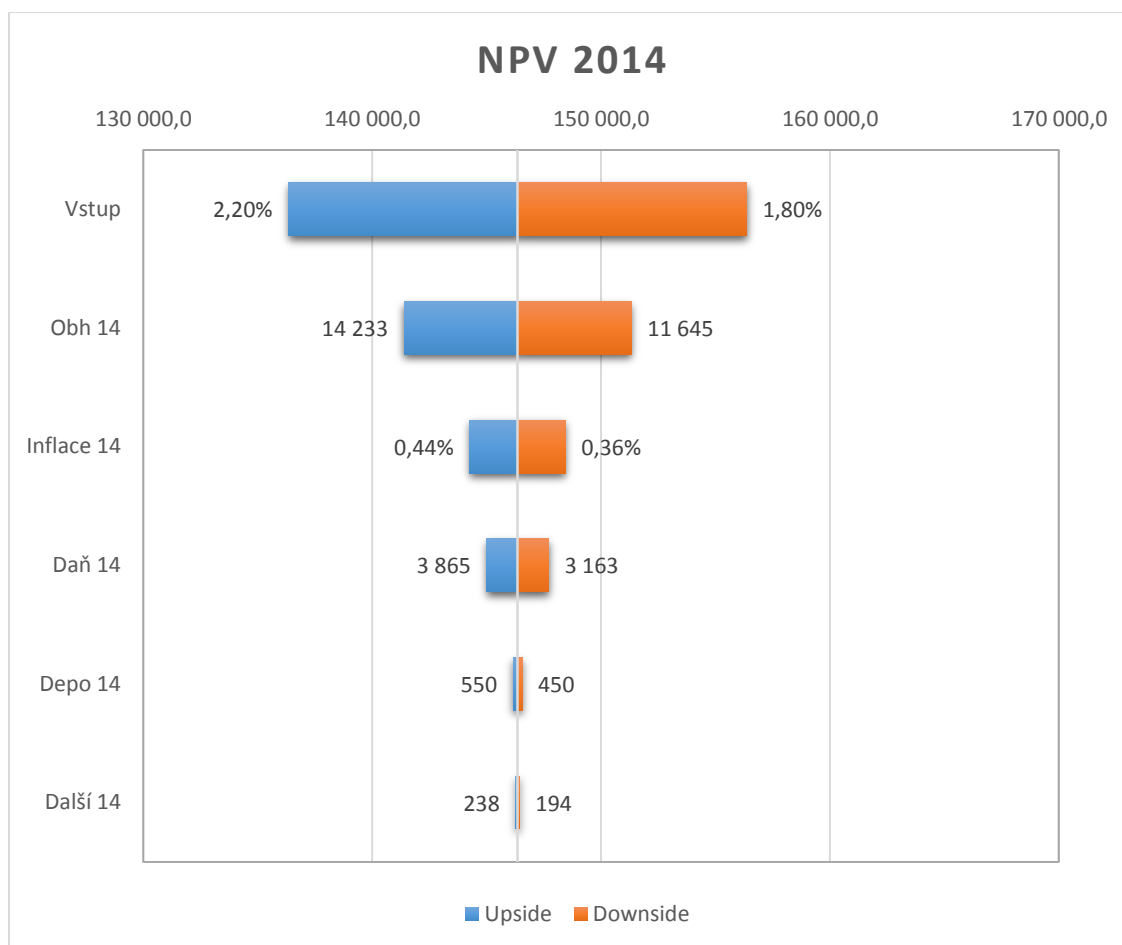
Input Variable	NPV 2013				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Vstup	112 592,0	92 592,0	20 000,0	62,45%	1,80%	2,20%	2,00%
Inflace 13	109 785,0	95 418,8	14 366,2	94,66%	1,26%	1,54%	1,40%
Obh 13	105 412,4	99 771,5	5 640,9	99,63%	5 620	6 868	6 244
Daň 13	103 348,1	835,8	1 512,3	99,99%	1 507	1 841	1 674
Depo 13	102 701,3	482,7	218,6	100,00%	218	266	242
Další 13	102 662,5	521,5	140,9	100,00%	140	172	156

¹Explained Variation is cumulative

Run options:

Tornado method	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case for Crystal Ball variables	Existing cell values

Příloha č. 29 Simulace Monte Carlo – simulace č. 1 – Tornádo graf NPV 2014



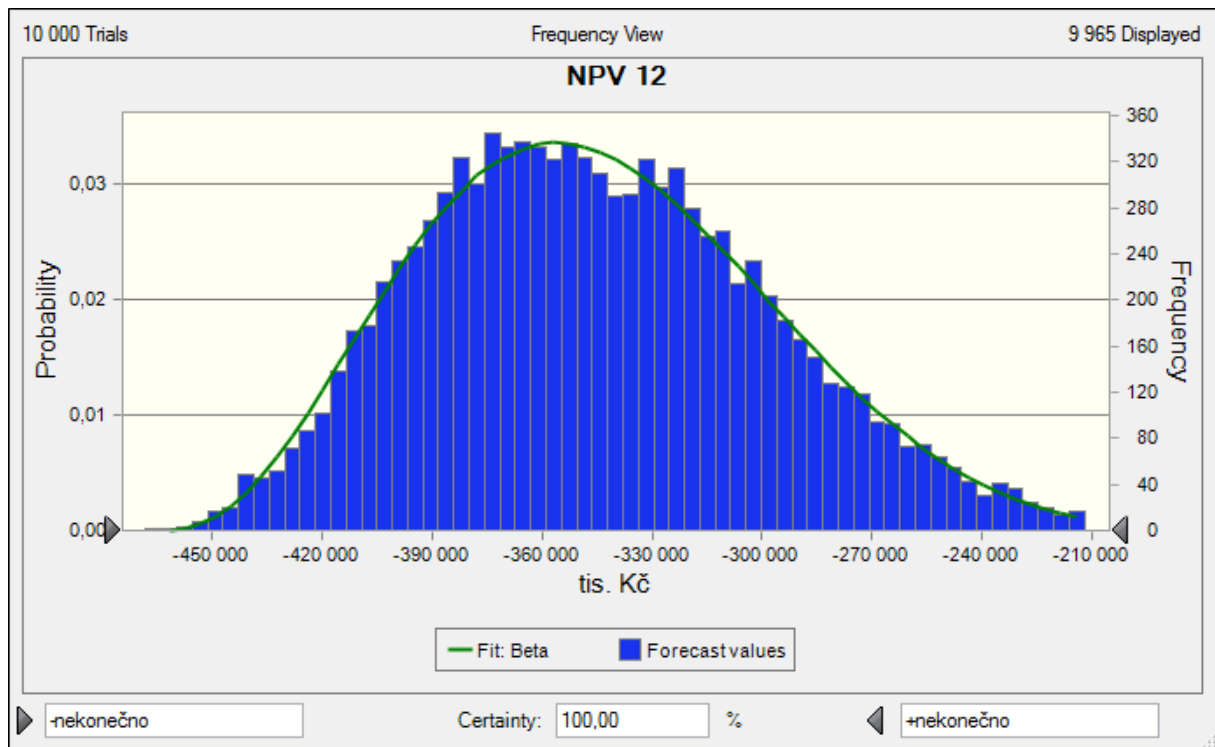
Input Variable	NPV 2014				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Vstup	156 348,6	136 348,6	20 000,0	76,41%	1,80%	2,20%	2,00%
Obh 14	151 312,8	141 384,4	9 928,4	95,24%	11 645	14 233	12 939
Inflace 14	148 439,6	144 259,2	4 180,4	98,58%	0,36%	0,44%	0,40%
Daň 14	147 696,8	145 000,4	2 696,4	99,97%	3 163	3 865	3 514
Depo 14	146 540,4	146 156,8	383,7	99,99%	450	550	500
Další 14	146 431,5	146 265,7	165,7	100,00%	194	238	216

¹Explained Variation is cumulative

Run options:

Tornado method	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case for Crystal Ball variables	Existing cell values

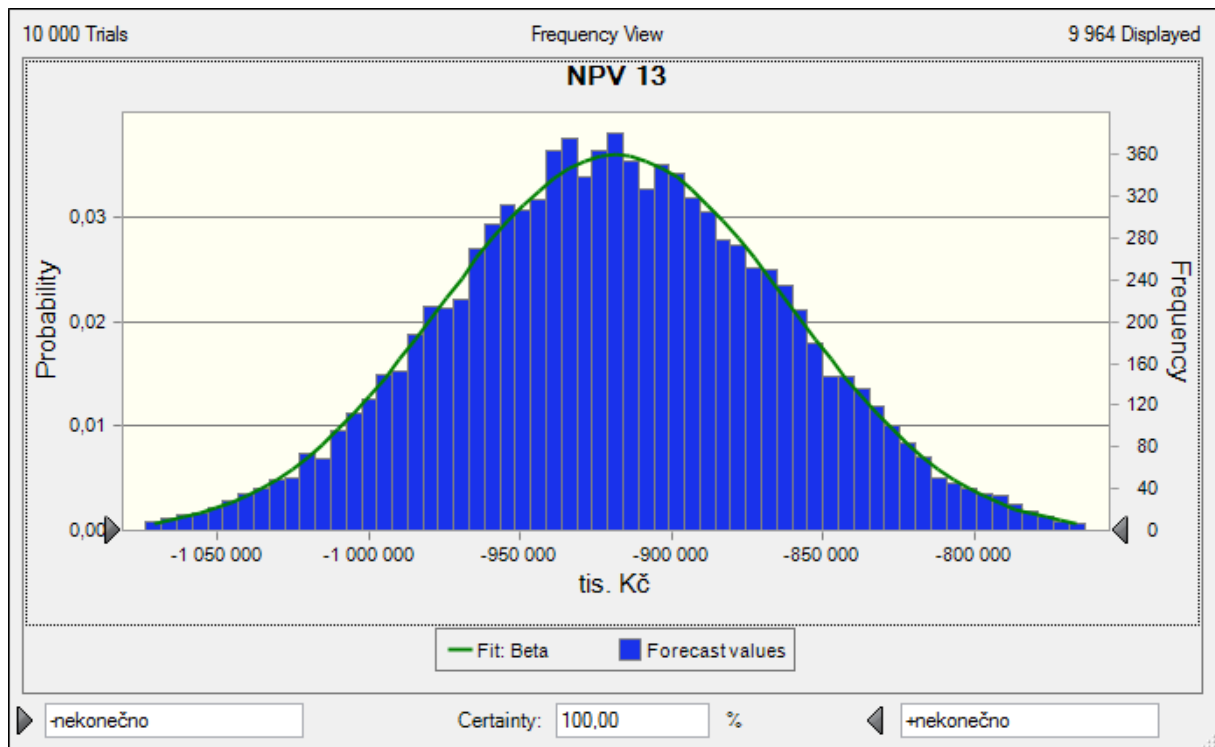
Příloha č. 30 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2012



Forecast: NPV 12

Statistic	Fit: Beta	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	-403 730
Mean	-344 872	-344 872
Median	-348 021	-348 350
Mode	-356 073	'---
Standard Deviation	47 445	47 448
Variance	2 251 047 126	2 251 272 253
Skewness	0,3258	0,3258
Kurtosis	2,72	2,72
Coeff. of Variation	-0,1376	-0,1376
Minimum	-466 135	-468 110
Maximum	-123 840	-192 785
MeanStd. Error	'---	474

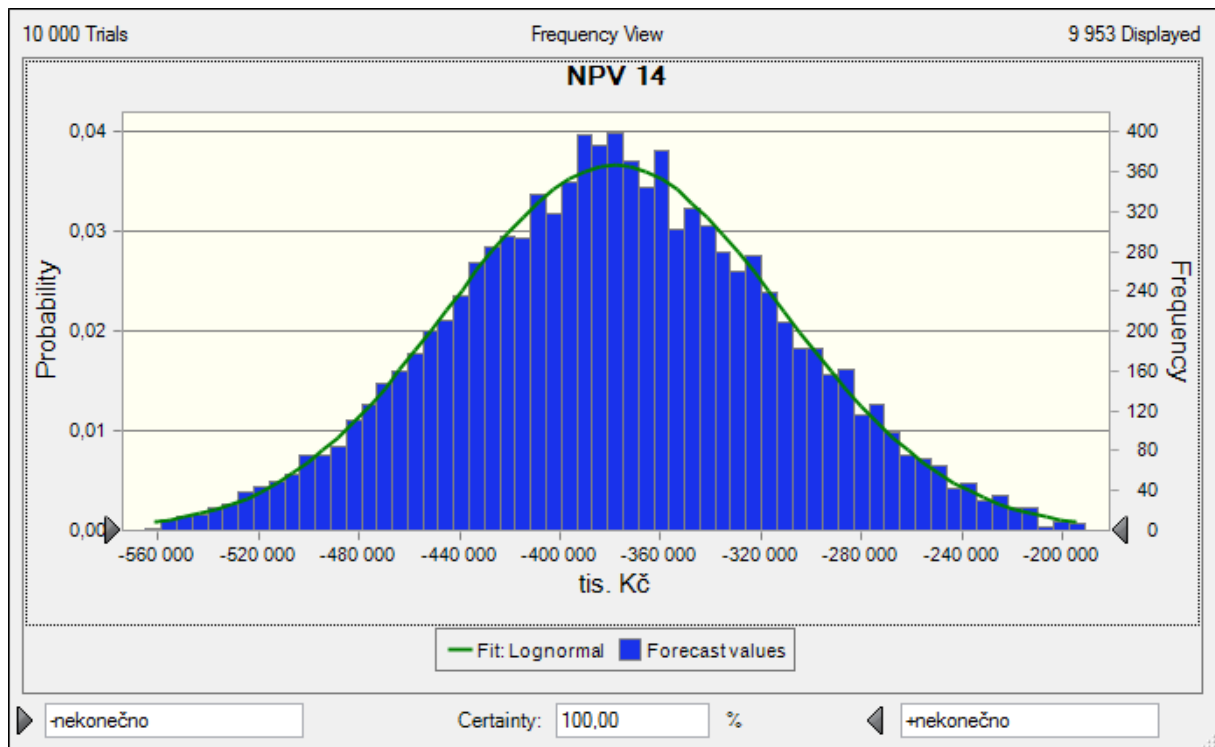
Příloha č. 31 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2013



Forecast: NPV 13

Statistic	Fit: Beta	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	-884 548
Mean	-918 627	-918 627
Median	-918 597	-918 956
Mode	-918 534	'---
Standard Deviation	55 325	55 328
Variance	3 060 868 937	3 061 175 054
Skewness	-0,0031	-0,0031
Kurtosis	2,87	2,87
Coeff. of Variation	-0,0602	-0,0602
Minimum	-1 288 688	-1 111 914
Maximum	-552 401	-720 023
MeanStd. Error	'---	553

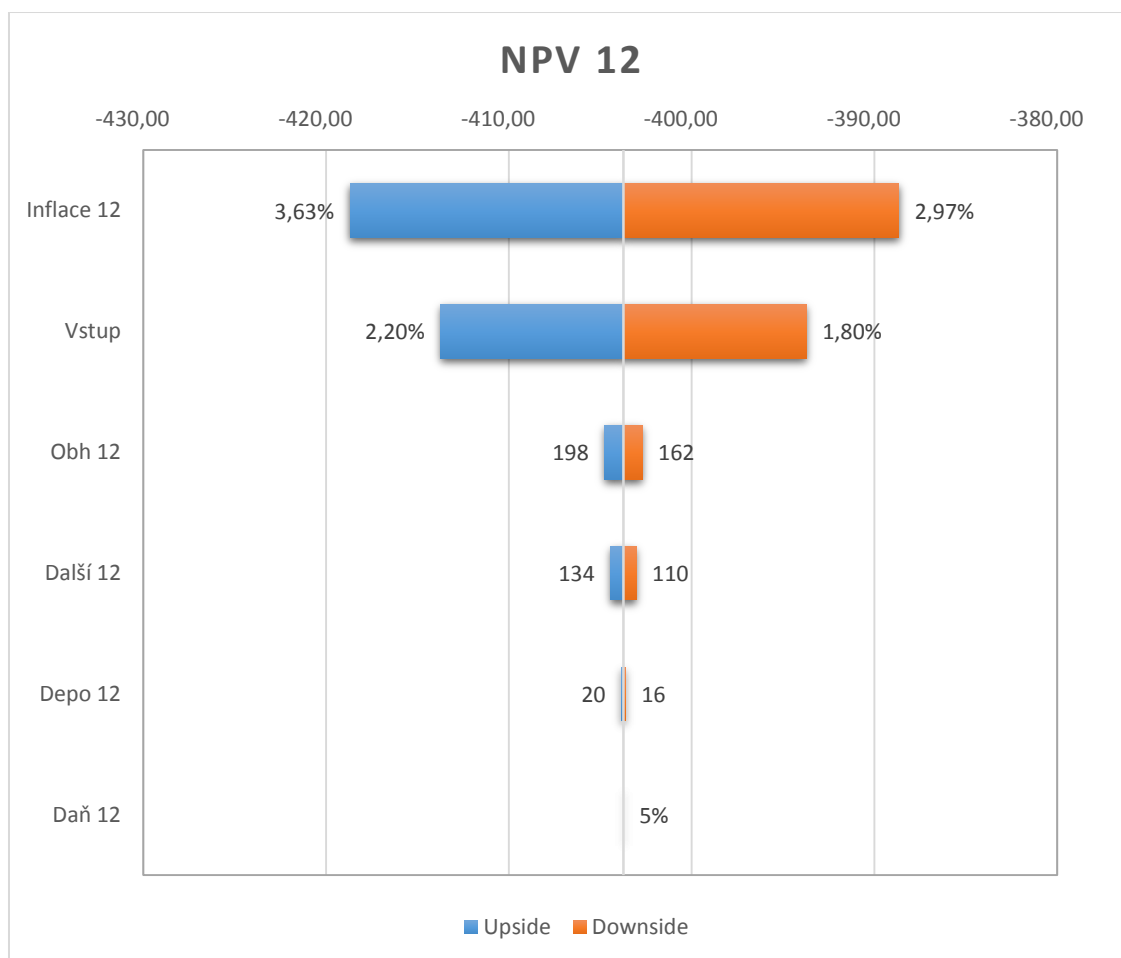
Příloha č. 32 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Rozdělení pravděpodobnosti NPV 2014



Forecast: NPV 14

Statistic	Fit: Lognormal	Forecastvalues
Trials	'---	10 000
Base Case	'---	-375 289
Mean	-378 080	-378 080
Median	-378 152	-378 435
Mode	-378 297	'---
Standard Deviation	66 682	66 682
Variance	4 446 501 955	4 446 500 662
Skewness	0,0065	0,0063
Kurtosis	3	2,93
Coeff. of Variation	-0,1764	-0,1764
Minimum	-31 053 464	-619 037
Maximum	'+nekonečno	-131 515
MeanStd. Error	'---	667

Příloha č. 33 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2012



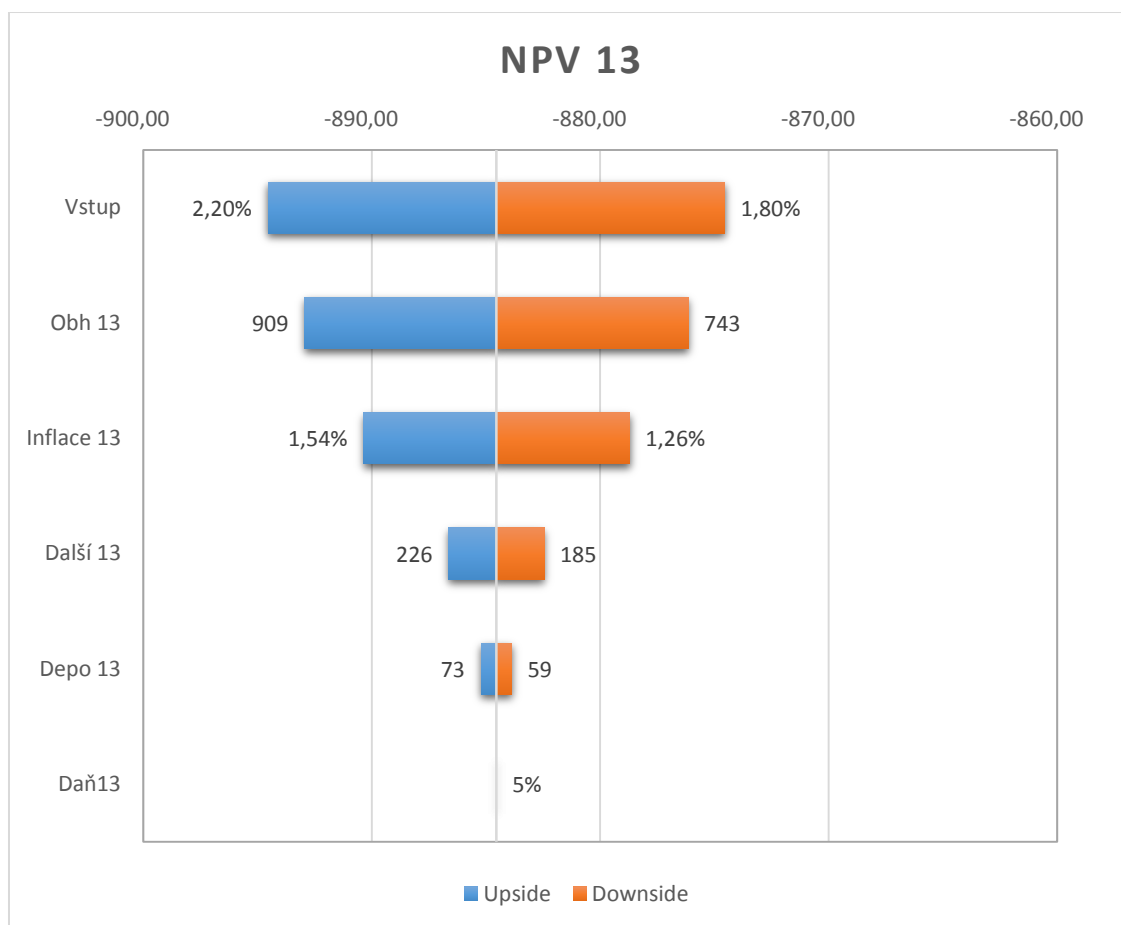
Input Variable	NPV 12				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Inflace 12	-388,68	-418,69	30,01	68,91%	2,97%	3,63%	3,30%
Vstup	-393,73	-413,73	20,00	99,53%	1,80%	2,20%	2,00%
Obh 12	-402,71	-404,75	2,04	99,85%	162	198	180
Další 12	-403,04	-404,42	1,38	100,00%	110	134	122
Depo 12	-403,63	-403,83	0,20	100,00%	16	20	18
Daň 12	-403,73	-403,73	0,00	100,00%	5%	5%	5%

¹ExplainedVariationiscumulative

Run options:

Tornadomethod	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case forCrystalBallvariables	Existing cell values

Příloha č. 34 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2013



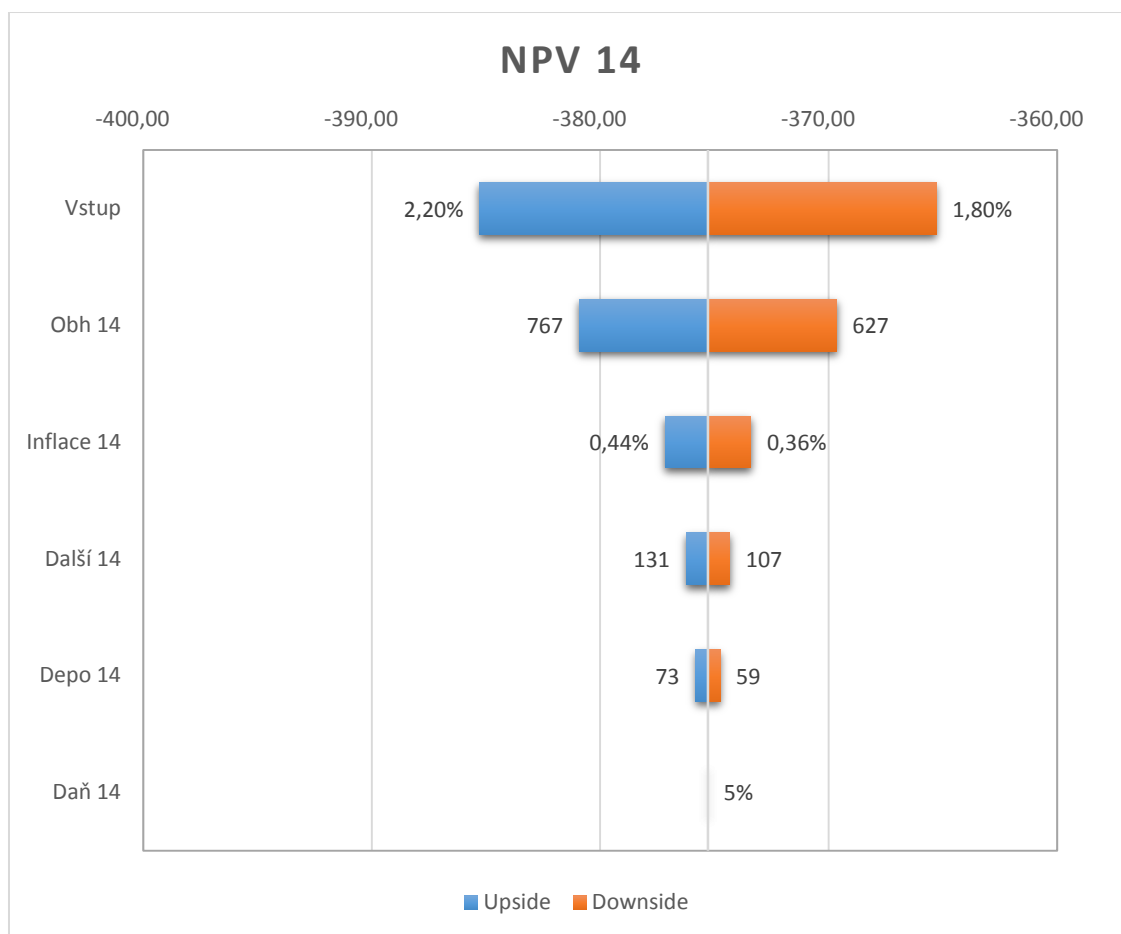
Input Variable	NPV 13				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Vstup	-874,55	-894,55	20,00	47,81%	1,80%	2,20%	2,00%
Obh 13	-876,15	-892,94	16,79	81,51%	743	909	826
Inflace 13	-878,72	-890,36	11,64	97,71%	1,26%	1,54%	1,40%
Další 13	-882,46	-886,63	4,17	99,78%	185	226	205
Depo 13	-883,88	-885,22	1,34	100,00%	59	73	66
Daň13	-884,55	-884,55	0,00	100,00%	5%	5%	5%

¹Explained Variation is cumulative

Run options:

Tornado method	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case for Crystal Ball variables	Existing cell values

Příloha č. 35 Simulace Monte Carlo – simulace č. 2 – Tornádo graf NPV 2014



Input Variable	NPV 14				Input		
	Downside	Upside	Range	Explained Variation ¹	Downside	Upside	Base Case
Vstup	-365,29	-385,29	20,00	73,29%	1,80%	2,20%	2,00%
Obh 14	-369,66	-380,92	11,26	96,52%	627	767	697
Inflace 14	-373,41	-377,17	3,76	99,11%	0,36%	0,44%	0,40%
Další 14	-374,33	-376,25	1,92	99,79%	107	131	119
Depo 14	-374,76	-375,82	1,07	100,00%	59	73	66
Daň 14	-375,29	-375,29	0,00	100,00%	5%	5%	5%

¹Explained Variation is cumulative

Run options:

Tornado method	Deviations (by percentage)
Test range	-10% to 10%
Test points	250
Customize test ranges by variable	Off
Show top variables	20
Base case for Crystal Ball variables	Existing cell values