

# Institut ekonomických studií

## Fakulta sociálních věd, Karlova universita Praha

### Referee report on the Master Thesis submitted to State Exam

Student Name:	Lukáš Posolda
Thesis Supervisor Name:	JUDr. Tomáš Richter, LL.M.,PhD.
Thesis Title:	Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR

#### Overall Evaluation:

Diplomová práce p. Posoldy se pokouší poukázat na vztah kolektivního investování a trhu nemovitostí v ČR. Motivací diplomové práce bylo zřejmě legislativní umožnění fungování tzv. nemovitostních investičních fondů v ČR, kterému se velká část práce věnuje. Téma analýzy trhu nemovitostí je v české literatuře pokryto spíše okrajově, a tak lze výběr tématu diplomové práce kvitovat pozitivně. Stejně tak není mezi českými ekonomy příliš časté spojení analýzy práva a analýzy reálné ekonomiky.

Diplomovou práci p. Posoldy lze rozdělit na dvě základní části. V první (kapitoly 2 až 5) se autor věnuje především legislativním aspektům kolektivního investování obecně a legislativním principům fungování nemovitostních fondů zvlášť. Vzhledem k tomu, že nejsem právníkem, nejsem sto podrobně posoudit správnost legislativní „analýzy“ v této části diplomové práce, přesto mám několik poznámek spíše formálního charakteru. Tato část se mi jevila jako silně popisná (doslovné citování zákonů a pod), z některých pasáží jsem měl dojem toho, že se autor pokouší text „natahovat za každou cenu“ (což podle mého názoru vedlo k tomu, že z mého pohledu zajímavější kap. 6 byla poněkud kratší), některé argumenty se poněkud zbytečně opakují. Část věnovaná obecnému popisu principů kolektivního investování (kap. 3, ale i jinde) mi přišla vzhledem k zaměření práce z velké části nadbytečná a zbytečně rozsáhlá (této tematice se navíc v minulosti věnovala řada autorů, autor zde v podstatě nic nového nepřináší).

Z mého pohledu zajímavější částí diplomové práce p. Posoldy byla kapitola 6, které se věnovala popisu vývoje českého trhu nemovitostní. Autor zde použil data nejen z oblasti rezidenčního bydlení, komentuje však i vývoj na komerčním segmentu trhu, což nebývá v literatuře obvyklé, a což lze označit za pozitivum celé diplomové práce. Na druhou stranu je však ne zcela jasná vazba této kapitoly na zbytek diplomové práce (tedy hlavní část). Toto je zřejmě zapříčiněno faktem, že je segment nemovitostních fondů v ČR prakticky zanedbatelný, osobně se domnívám, že tato situace bude pokračovat i v nejbližších letech. Z hlediska vazby cen nemovitostí na zdroje jejich financování si tak dovedu představit zajímavější analýzy například vazby ceny nemovitostí na vývoj objemu hypotečních úvěrů, analýzu dopadů změn podpory segmentu hypotečních bank a sektoru stavebních spořitelen (zamýšlené snížení podpory stavebního spoření, zrušení daňového zvýhodnění výplaty kuponu hypotečních zástavních listů, uvažované omezení možnosti započítání platby úroků hypotečních úvěrů a úvěrů ze stavebního spoření do základu daně z příjmu) apod..

Celkově se mi jevila diplomová práce p. Posoldy jako výrazně popisná, především v kapitole 6 bych u absolventa magisterského studia očekával přece jenom analytičtější přístup. I v částech, ve kterých autor zdůrazňuje svůj vlastní přínos (poznámka pod čarou 109 na str. 67) je „modelem“ označen jednoduchý obrázek, vrcholem analytického přístupu je SWOT analýza v závěru. Diplomová práce má rovněž několik faktických i formálních nedostatků (viz níže).

Celkově doporučuji **přijmout diplomovou práci k obhajobě** a ohodnotit ji známkou **velmi dobře**.

# Institut ekonomických studií

## Fakulta sociálních věd, Karlova universita Praha Referee report on the Master Thesis submitted to State Exam

<b>Student Name:</b>	<b>Lukáš Posolda</b>
<b>Thesis Supervisor Name:</b>	<b>JUDr. Tomáš Richter, LL.M., Ph.D.</b>
<b>Thesis Title:</b>	<b>Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR</b>

### *Faktické připomínky:*

Nedomnívám se, že otázka existence „kvalitních a obecně praktikovatelných oceňovacích standardů“ jde „nad rámec této diplomové práce“ (str. 48, 7. ř.). Neexistence takovýchto standardů je podle mého názoru hlavní brzdou rozvoje tohoto segmentu kolektivního investování a je tedy pro diplomovou práci zásadní.

Autorova argumentace ve prospěch osvobození fondů od daně z příjmu (str. 53, také v závěru) mi připadne jako jednostranná. Nedomnívám se, že je automaticky jasné, že „stát nebude o daňový výnos ochuzen“. Také se domnívám, že takovéto výjimky z daní nejsou příliš systémové a že by jejich případné legislativní nezvládnutí mohlo vést k masivnímu se vyhýbání se dani i u subjektů, kterým původně nebylo určeno (tato daňová úleva by mohla být zneužita například firmami podnikajícími v oboru hotelnictví, obchodu, všemi developerskými společnostmi, mohly by jí prostřednictvím fiktivních pronájmů zneužívat i výrobní firmy apod.). Koneckonců i komparativní analýza zahraničních nemovitostních investičních fondů provedená v diplomové práci ukazuje na to, že autority v zemích s delší právní tradicí a s menší tradicí vyhýbání se dani přistupují k tomuto problému hodně opatrně (viz např. podmínky uznání společnosti jako UK-REIT na str. 60), navíc i u nich daňové úniky existují (viz věta „Toho rychle využily některé velké společnosti operující v retailu nebo hotelnictví a předaly svůj majetek do rukou SITC“ na str. 59, 10 ř., popisující situaci ve Francii).

Deregulace nájemného podle zákona 107/2006 nebude znamenat, že „od ledna 2011 budou všechny nájemní smlouvy sjednávány volně“ (s. 85), jak se autor domnívá. Postup deregulace funguje tak, že by regulované nájemné v lednu 2011 mělo dosáhnout 5 % tzv. místně obvyklé ceny, která je však povětšinou pod úrovní současných tržních cen. Také oněch 5% je pod úrovní současného „výnosu tržního nájemného“.

Autorova kritika státní podpory bydlení (str. 85, posl. odst.) není podložena žádnými argumenty a působí jako novinářské plácnutí do vody (i když netvrdím, že s tvrzením nesouhlasím).

Graf 8 na str. 86 porovnávající výnosy z různých komerčních nemovitostí je zajímavý, stálo by za to jej doplnit o informaci o vývoji výnosu do alternativních aktiv (např. dlouhodobé státní dluhopisy). Ve světle klesajících výnosů alternativních aktiv by minimálně část poklesu výnosu komerčních nemovitostí působila logicky. Graf 12 na str. 94 je oproti tomu naprosto nepřehledný. Text před ním se snaží vyvolat dojem jakéhosi modelu, který ale není nikde popsán a tak změť různě barevných a tlustých šipek působí zmatečně.

To, že trh nemovitostí „v poslední době začíná vykazovat jisté známky zpomalení“ (s. 98, 4.ř. odspodu) působí ve světle současného růstu cen rezidenčních nemovitostí v Praze meziročně o více než 36% poněkud komicky. O to více vyniká autorova dosti arogantní kritika teze existence cenové bubliny na trhu nemovitostí, která opět není podložena žádnými tvrdými argumenty („hodnocení jsou však opět založena na velice vetších základech“ (s. 100 dole), „O hlubší analýzu vlivu determinantů a očekávání se však nikdo v ČR nepokouší. Tvrzení o bublině tedy zůstává v rovině spekulace“ (str. 101, 1. a 2. ř.)). Netvrdím, že tato bublina vrcholí, její počátky však již může být možné identifikovat například z porovnání vývoje cen nemovitosti s vývojem nájemného (pokles implicitního výnosu z nájemného), nárůstu podílu

# Institut ekonomických studií

## Fakulta sociálních věd, Karlova universita Praha

### Referee report on the Master Thesis submitted to State Exam

<b>Student Name:</b>	Lukáš Posolda
<b>Thesis Supervisor Name:</b>	JUDr. Tomáš Richter, LL.M.,PhD.
<b>Thesis Title:</b>	Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR

cen nemovitostí a průměrné mzdy (který je v ČR již vyšší než například v Německu), z porovnání vývoje cen bytů v ČR a v sousedních zemích (Německo a Rakousko), či z analýz prodejů bytových nemovitostí samotnými developery (prodlužování doby prodeje bytových projektů). O takovou analýzu se pokouší již třetím rokem ČNB ve své Zprávě o finanční stabilitě, zajímavé analýzy developerských projektů provádí tým kolem doc. Berana na ČVUT (Čápová a další).

Argument, dle kterého by „pořádání olympijských her bylo zárukou toho, že poptávka veřejného sektoru bude i nadále silná“ (s. 103, 11. ř. odspodu) příliš nechápu. Buď je to poněkud banální tvrzení, podle kterého „veřejná výstavba“ typu „výstavba hladové zdi“ podpoří stavebnictví (pak zde ale chybí úvaha o plýtvání veřejných prostředků, resp. o efektivnosti takovýchto výdajů), nebo se zde skrývá hlubší myšlenka, kterou by mohl autor vysvětlit při obhajobě.

V práci jsem nikde nenašel, že by autor „dokázal, že nepřímé investování do nemovitostí přináší užitek“ (s. 104, 10.ř.). Myslel zde autor paretovskou efektivnost tohoto investování ve smyslu jeho superiority vůči investování přímému? Nebo se jedná o to, že by daňové úniky spojené s tímto nepřímým investováním zvyšovaly užitek?

Na úplný závěr si autor nechává tvrzení, podle kterého bych se domníval, že studoval jinou školu v jiné době: „Co se týká hrozeb pro rozvoj sektoru, tak tou je konkurence“ (str. 107, 8.ř. odspodu).

#### *Formální připomínky:*

Vzhledem k výše uvedenému popisnému charakteru diplomové práce mi více než kdy jindy vadil velký počet hrubých gramatických chyb v práci obsažených. Z některých pasáží jsem měl dojem, že autor ignoruje shodu podmětu s přísudkem a že tvrdá a měkká i/y na konci sloves přiřazuje na základě náhodného výběru (což by v práci byla jediná použitá statistická technika). Nejvíce v tomto ohledu zřejmě autorovi vadili „investoři“, kteří „byly srozumitelně ...poučení“ (s. 45, 9.ř.), „vnímaly trh“ (s. 88, 8.ř., s. 86, 6.ř.), „si vybraly“ (s. 89, 4.ř. odspodu). Obdobně „země prodělalí“ (s. 107 poznámka pod čarou), „začaly se rozvíjet ...agenti“, „firmy vstupovalí“ (s. 92, 8.ř.), „transformační přešlapy měli na svědomí náklady na úrovni jednotlivců“ (s. 30, 8.ř. odspodu; zde je navíc nejasný smysl věty), „aby se evidovali údaje“ (s. 37, 7.ř. odspodu), „konkurentí...získaly“ (s.62, 17.ř.) a mnohé jiné.

Při čtení práce jsem měl dojem, že se autor dostal do časového presu, čímž se kvalita diplomové práce s postupujícími stránkami zhoršuje. Jedná se o již zmíněnou zvýšenou frekvenci gramatických chyb, ale i o nedokončené věty (např. poznámka pod čarou na str. 106), chybějící písmena a jiné chyby (s. 108- „jednoducho odpověď“, „musela by v ČR existovat fungující institut“), frekvenci ničím nepodložených podivných tvrzení (viz níže).

Tvrzení podle kterého jsou „nemovitosti s cennými papíry slabě nebo dokonce i záporně korelovány“ (s.11, 19. ř.) není doloženo žádnou citací, navíc podle mě neplatí (obě aktiva se vyvíjejí procyklicky, i když jsou ceny nemovitostí méně volatilní). Podobně není podloženo tvrzení „že již dnes je velká část transakcí na trhu nemovitostí denominována v eurech“ (s. 13, 7.ř. odspodu), které neplatí minimálně pro rezidenční nemovitosti (ČR vzhledem k zanedbatelnému podílu úvěrů na bydlení v cizí měně bude v rámci zemí SVE spíše

Fakulta sociálních věd, Karlova universita Praha  
Referee report on the Master Thesis submitted to State Exam

<b>Student Name:</b>	<b>Lukáš Posolda</b>
<b>Thesis Supervisor Name:</b>	<b>JUDr. Tomáš Richter, LL.M.,PhD.</b>
<b>Thesis Title:</b>	<b>Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR</b>

výjimkou). Obdobně na vodě je tvrzení, dle kterého se ke konci 90. let „velice rychle začala obnovovat důvěra lidí v trh kolektivního investování“ (s. 18, 4 ř. odspodu)- údaje o objemu spravovaných aktiv svědčí o tom, že se sektor kolektivního investování naopak jako jediný (snad s výjimkou družstevních záložen) nepodílel na nárůstu podílu nebankovních finančních institucí na celkových aktivech finančního sektoru (viz např. Zpráva o finanční stabilitě ČNB). Tvrzení, že „úplaty za obhospodařování bylo dříve často zneužíváno k tzv. tunelování fondů“ (s. 21) svědčí nejen o nepochopení pojmu tunelování (fondy byly většinou tunelovány „prostým“ vyvedením majetku, tunelování prostřednictvím poplatků za správu fondu by bylo značně neefektivní; navíc poplatky byly často jediným faktorem, který byl kontrolován ze strany depozitáře a dohledu), ale i o nepochopení principu kolektivního investování (poplatky za správu jsou nutné pro pokrytí nákladů správce). Autorova kritika *Komparativní analýzy fungování nemovitostních fondů v zahraničí* z pera KCP (s. 24) ukazuje na autorovu neznalost neparametrických statistických metod, které byly v analýze zřejmě použity (tzv. pořadové testy). Na str. 56 chybí zdroj údajů o objemu aktiv ve správě fondů v zemích OECD (2. odst; možná že je zdrojem citace na konci odstavce, ale není to jasné). Na str. 69 autor prostřednictvím proložení autor vykřikuje, že „neexistuje trh jeden, ale trhy dva!“, poté ale uvádí trhy čtyři, přičemž dále ignoruje to, že regulovaný a neregulovaný segment trhu rezidenčního bydlení tvoří de facto dva odlišné trhy. Graf 6 na s. 81 je nesrozumitelný, není jasné, co obsahuje.

**SUMMARY OF POINTS AWARDED (for the explanation of categories and scale, please, see below):**

<b>CATEGORY</b>	<b>POINTS</b>
Quality of Research	20
Clarity and Readability	8
Content/Quality of Ideas	29
Organization & Development	10
Manuscript Form	3
<b>TOTAL POINTS</b>	<b>70</b>
<b>LETTER GRADE</b>	<b>B</b>

(Signature – Defense Opponent)

PhDr. Michal Hlaváček, PhD.  
Evaluated on: 25.6.2007