



**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

## **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**Kolektivní investování a trh nemovitostí v ČR**

**Vypracoval: Bc. Lukáš Posolda**

**Vedoucí: JUDr. Tomáš Richter LL.M., Ph.D.**

**Akademický rok: 2006/2007**

### **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze, 20. května 2007:



podpis studenta



## ABSTRAKT

Novela Zákona o kolektivním investování z května 2006 otevřela možnost vzniku nemovitostních fondů v ČR. Ty budou moci existovat ve dvou formách, jako speciální fond nemovitostí určený pro nejširší investorskou veřejnost a jako fond kvalifikovaných investorů určený pouze institucionálním a „zkušeným“ investorům. Tato práce podrobně zkoumá aspekty fungování nemovitostních fondů prostřednictvím podrobné analýzy legislativy, přičemž se klade zvláštní důraz na fundamentální charakteristiky nepřímého investování do nemovitostí. Práce přináší komplexní pohled na vývoj trhu nemovitostí po roce 1990 a na tomto vývoji ukazuje, jakým třídám rizika jsou nemovitostní fondy vystaveny a jaký je potenciál jejich rozvoje. Otevřenými otázkami práce zůstává, jestli je přínosné v českém kontextu uvažovat o zavedení dalšího nemovitostního investičního instrumentu typu REIT a jaké možnosti se nemovitostním fondům nabízí ve spojení s penzijní reformou.

## ABSTRACT

The novelization of the Act on Collective Investment of May 2006 enabled the creation of real estate funds in the Czech Republic. These may take two forms: (1) special real estate fund which is designated for the general investment community and (2) qualified investor fund meant only for institutional and “experienced” investors. This study uses in-depth analysis of the legislation in order to examine the aspects of the functioning of the real estate fund sector while concentrating particularly on fundamental characteristics of indirect real estate investment. The study takes a global view on the property market evolution since 1990 while examining risks faced by the real estate funds and their growth potential. The questions that yet remain to be answered are if it is appropriate to introduce REIT in the Czech legislation as another real estate investment instrument and what possibilities are open to real estate funds in the context of the anticipated pension reform.

## Poděkování

CEFRES (Centre français de recherche en sciences sociales) a Komerční banka za podporu poskytnutou pro vznik této práce,

Cushman & Wakefield za poskytnutá data

a

Martin Hanzlík, AFAM ČR,  
James Chapman, Cushman & Wakefield,  
Tomáš Richter, Clifford Chance,

dále

Radim Bajgar, Czech and Slovak Investment Advisors,  
Paul Dudman, Cushman & Wakefield,  
Martin Sankot, Nationwide investiční společnost,  
Dagmar Sušková, Orco Property Group,  
Aleš Vobruba, Orco Property Group

za čas, který mi věnovali a připomínky a komentáře, které obohatily tuto práci.

... Zuzaně a mé rodině

# Projekt diplomové práce

Autor: Bc. Lukáš Posolda

Vedoucí práce: JUDr. Tomáš Richter LL.M., Ph.D.

Akademický rok 2006/2007

Název: **Kolektivní investování na trhu nemovitostí v ČR**

## Předpokládaná osnova

- 1) Úvod
- 2) Legislativa kolektivního investování do nemovitostí
  - a) Novelizace zákona o kolektivním investování
    - i) Evoluce zákona 189/2004
    - ii) Úloha různých subjektů na tvorbě zákona
    - iii) Legislativní proces a vlivy zájmových skupin
  - b) Komparace s jinými právními systémy
    - i) Velká Británie, SRN, USA, Hong-Kong, Lucembursko
  - c) Možné budoucí změny a vývoj v jiných legislativách
    - i) CZ-REIT?
- 3) Fondy nemovitostí na českém trhu nemovitostí
  - a) Trh nemovitostí
    - i) Vývoj trhu od roku 1990
    - ii) Současná struktura nabídky a poptávky
    - iii) Výhled do budoucna
  - b) Fondy nemovitostí
    - i) Uplatnění různých podob fondů
    - ii) Podíl fondů nemovitostí na trhu investičních nástrojů
- 4) Závěr

## Zdůvodnění a cíl práce

27. dubna 2006 přijala sněmovna novelu zákona 189/2004 Sb. o kolektivním investování (ZKI). Tato novela přinesla dvě základní změny, po kterých se volalo v podstatě již od přijetí zákona v roce 2004. V první řadě se zrušily některé speciální fondy (derivátů, smíšený apod.) a byly nahrazeny speciálním fondem kvalifikovaných investorů, v druhé řadě byly přijaty významné změny v ustanovení speciálního fondu nemovitostí. Předchozí úprava tohoto fondu totiž fakticky zabraňovala jeho praktickému využití, zejména jako investičního nástroje pro drobné investory. V současné době se o novele ZKI hovoří jako o impulsu, který umožní rozvoj nového typu nástroje kolektivního investování na našem trhu, který tu až do současnosti neexistoval. Podle názorů mnohých bude o nemovitostní fondy velký zájem.

Obor stavebnictví a obecně trh nemovitostí je jedním z nejdynamičtěji se rozvíjejících oborů ekonomické činnosti na území ČR od počátku transformace. Stavebnictví i v posledních letech roste velmi vysokým tempem a zatím mu nedochází dech. Poptávka je z velké části tažená státem (dodávky infrastruktury, velkých inženýrských staveb atd.), ale i soukromý sektor nezůstává pozadu. V posledních letech zažívá nebyvalý boom bytová výstavba a zároveň kvete i trh s komerčními nemovitostmi. Co se týká úspěšnosti tohoto odvětví a zájmu zahraničních investorů, Česká republika je jednou z neúspěšnějších transformačních ekonomik. Ve prospěch celého regionu zároveň hraje fakt, že nenasyčenost trhu určitými typy produktů umožňuje na východních trzích realizovat vyšší výnosy. Ekonomové o stavebnictví hovoří často jako o lakmusovém papírku ekonomiky, poklesy stavební výroby často předznamenávají ekonomickou recesi. Vzhledem k makroekonomickému významu stavebnictví, jeho podílu na HDP či zaměstnanosti v oboru je až s podivem, že v české akademické sféře v podstatě neexistuje zájem o tzv. real-estate economics. Jsou jisté obory, kterým je věnována pozornost, jako například bytová politika, nebo oblasti, které jsou se trhem nemovitostí propojeny, jako například hypoteční bankovníctví, ale trhem nemovitostí jako takovým se zde zabývá v podstatě jen soukromý výzkum. Informace se tak stává obchodním artiklem vysoké přidané hodnoty, ke kterému je omezený přístup. Rozvoj nástrojů kolektivního investování by mohl být podnětem pro českou ekonomickou vědu, aby se začala trhem nemovitostí více zabývat. Jistá nechuť ekonomů vůči tomuto trhu se však dá samozřejmě chápat, nemovitosti jsou ze své povahy velice nehomogenní produkt, který se ve své agregované podobě, kterou je nemovitostní trh, zkoumá podstatně hůř než například trh peněz. Pokud se nemovitost stane podkladovým aktivem stojícím za volně obchodovatelným cenným papírem či podílovým listem, pro ekonomu začíná být podstatně atraktivnější. Vysoké zastoupení REIT (real-estate investment trust) titulů na

americký burzách je důkazem, že nepřímé investování do nemovitostí je nejen jednou z nejoblíbenějších investic v USA, úměrná k tomu je i pozornost vědeckého výzkumu.

Pozornost médií i tržních analytiků vůči novele ZKI je enormní a s napětím se očekává, jakým způsobem se nemovitostní fondy skutečně rozvinou. Nad vývojem se však vznáší řada zásadních otázek. Práci chci vůči problematice rozdělit na dvě základní části. První bude věnována kritické analýze samotné novelizace ZKI. V druhé části chci nastínit, jakým způsobem funguje dnešní trh nemovitostí a do jaké míry se na tomto trhu mohou uchytit nemovitostní fondy.

Na novelizaci ZKI se pracovalo již od roku 2004 a na jejím vzniku se podílela vláda, tržní dozor i subjekty trhu. Jako jediný možný model byl přijat otevřený podílový fond nemovitostí. Jako vzor pro vymezení speciálního fondu byla zvolena německé právní úprava a zároveň byly některé negativní německé zkušenosti využity jako lekce pro náš případ. Položím si otázku, jestli byly jednotlivé parametry vhodně zvoleny (zajištění likvidity, správa fondu apod.) Legislativní úpravy speciálních podílových fondů nejsou předmětem regulace EU, tudíž se v této části budu zabývat i jinými systémy, které buď ve světě dominují či měly na vznik naší legislativy vliv jako vzor (USA, SRN, Lucembursko atd.). Zároveň jde o oblast, která se i v jiných legislativách stále dynamicky vyvíjí, proto bude moje pozornost věnována i současnému vývoji (např. UK-REIT).

Struktura nabídky a poptávky na trhu nemovitostí není jednoduchá. Zaprvé je na trhu velké množství různých typů subjektů (od domácností až po institucionální hráče) a zároveň velké množství rozdílných produktů (rezidenční bydlení, logistika, nákupní centra, kanceláře atd.) A na tento trh se má ještě vejít nový typ investora. Má vůbec šanci se uchytit? Zásadním problémem nemovitostních fondů bude totiž vytvoření vlastního portfolia, neboť v oblasti vhodných produktů poptávka převyšuje nabídku. To je pozitivní z hlediska developerů, ale nikoli investorů. Se stoupající cenou investic klesají výnosy, tudíž je velkou otázkou, jakým způsobem si s tím poradí fondy. Budou investovat do nemovitostí, o které nemají stávající institucionální investoři tolik zájem (s tím také bude růst i rizikovitost do takových podílových fondů)? Nebude spíše rozvoj nemovitostních fondů spíše v podobě fondů klasifikovaných investorů? Poskytne nový objem investičních peněz podnět ke zrychlení stavební produkce? Otázek visí ve vzduchu skutečně mnoho a na některé z nich se tato práce pokusí nalézt odpověď.

Populace má vůči trhu kolektivního investování spíše nedůvěru, která pramení z nezralosti tohoto prostředí a zároveň z negativní zkušenosti kupónové privatizace a následných debaklů spojených s investičními fondy a společnostmi. České domácnosti proto raději investují do jiných typů aktiv, nemovitosti jsou mezi nimi výrazně zastoupené. K nemovitostem mají domácnosti důvěru. Toto investování je však komplikované a investované částky jsou velmi limitující. Proto velká část populace zůstává u bankovních vkladů, či nejkonzervativnějších nástrojů, jako jsou fondy peněžního trhu. Tudíž může rozvoj nemovitostních fondů prolomit ledy a ke kolektivnímu investování přivést i zájemce, kteří od něho zatím drží odstup. Na druhé straně budou fondy nemovitostí zápolit o své místo na slunci a je otázkou, do jaké míry budou úspěšné či nikoli.

## Literatura

- BAUMOL, William J. *The economics of mutual fund markets: competition versus regulation*. Kluwer, 1990.
- BENDER, André – HOESLI, Martin. *Indices et évaluation de l'immobilier* [online]. <http://ideas.repec.org/p/fth/ehecge/99.09.html>
- BRUEGGEMAN, William B. – FISCHER, Jeffrey D. *Real estate finance and investments*. 12th ed. Boston: McGraw-Hill, 2005.
- BUCY, Erik Page – SCHUMACHER, David T. *The buy and hold real estate strategy: how to secure profits in any real estate market*. New York: Wiley, 1992.
- Busts: An International Perspective [online]. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9927.pdf>
- BUTTNER, Richard – HYLAND, David – SANDERS, Anthony B. *REIT Return Performance and IPO Waves* [online]. [http://www.cob.ohio-state.edu/~sanders\\_12/reitipo.pdf](http://www.cob.ohio-state.edu/~sanders_12/reitipo.pdf)
- DISYATAT, Piti – GELOS, R. Bašton. *The asset allocation of emerging market mutual funds*. Washington: International Monetary Fund, 2001.
- GENTRY, William M. - KEMSLEY, Deen - MAYER, Christopher J. *Dividend taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2001.
- HART, Jan. *Realitní fondy jako nový impulz* [online]. [http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid\\_cl=36863&typ=clanky](http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=1&s2=X&s3=X&s4=X&s5=S&s6=1&m=1&recid_cl=36863&typ=clanky), [cit. 2006-05-01].
- HAVEL, Jiří. *Úvod do úpravy kapitálových trhů*. Praha, 2000.
- HEINEMANN, Friedrich. *The benefits of creating an integrated EU market for investment funds*. Mannheim: Centre for European Economic Research, 2002.
- HERRING, Richard J. - WACHTER, Susan. *Real Estate Booms and Banking*. HM Revenue and Customs. *UK Real Estate Investment Trusts (UKREITs)* [online]. [http://customs.hmrc.gov.uk/channelsPortalWebApp/channelsPortalWebApp.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=pageLibrary\\_ConsultationDocuments&propertyType=document&columns=1&id=HMCE\\_PROD1\\_024916](http://customs.hmrc.gov.uk/channelsPortalWebApp/channelsPortalWebApp.portal?_nfpb=true&_pageLabel=pageLibrary_ConsultationDocuments&propertyType=document&columns=1&id=HMCE_PROD1_024916)

- HOESLI, Martin. *Rôle de l'immobilier dans la diversification d'un portefeuille. Une analyse de la stabilité des conclusions* [online]. [http://www.hec.unige.ch/recherches\\_publications/cahiers/2000/2000.22.pdf](http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2000/2000.22.pdf), [cit. 2006-05-13].
- HUGHES, Fraser - ARISSEN, Jorrit. *Global Real Estate securities – Where do they fit in the broader market?* [online]. EPRA, [http://designersi.com/users/12415//images/Schedule%20D\\_EPRA%20Report,%20Global%20Real%20Estate%20Securities\\_Sept2005.pdf](http://designersi.com/users/12415//images/Schedule%20D_EPRA%20Report,%20Global%20Real%20Estate%20Securities_Sept2005.pdf) [cit. 2006-05-10].
- JAMES, Estelle. *Mutual funds and institutional investments: what is the most efficient way to set up individual accounts in a social security system?*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999.
- JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. Praha: Grada, 2000.
- JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. Praha: Grada, 1996.
- KILBINGER, Sara Seddon. *New Laws Are Looming For European REITs* [online]. <http://www.realestatejournal.com/reits/20050112-kilbinger.html>
- Komise pro cenné papíry. *Komparativní analýza fungování nemovitostních fondů v zahraničí* [online]. [http://www.sec.cz/export/CZ/Informace\\_profesionalum/Dalsi\\_zpravy.page?FileId=2602](http://www.sec.cz/export/CZ/Informace_profesionalum/Dalsi_zpravy.page?FileId=2602), [cit. 2006-05-03].
- LUSHT, Kenneth M. *Real estate mathematics: fundamentals and applications*. Cincinnati: South-Western, 1986.
- MAMAYSKY, Harry – SPIEGEL, Matthew. *A Theory of Mutual Funds: Optimal Fund Objectives and Industry Organization* [online]. Yale: Yale School of Management, 2002. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=281000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281000)
- MAURER, Raimond – REINER, Frank - SEBASTIAN, Steffen. *Characteristics of German Real Estate Return Distributions: Evidence from Germany and Comparison to the U.S. and U.K.* [online].
- MAURER, Raimond – REINER, Frank – ROGALLA, Ralph. *Risk and Return of Open-End Real-Estate Funds: The German Case* [online]. <http://www.finance.uni-frankfurt.de/maurer/index.php?lg=&men=4&case=konf>
- Ministerstvo financí ČR. *Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování* [online]. [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_duvodova\\_zprava.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_duvodova_zprava.pdf_2005.pdf), [cit. 2006-05-03].
- MURPHY, Theodore. *The Timing Is REIT for Germany* [online]. <http://www.nareit.com/portfoliomag/05marapr/international.shtml>
- OEHM, Eugen. *Kolektivní investování na trhu nemovitostí* [online]. <http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=5754>
- PEIJIE, Wang. *Econometric analysis of the real estate market and investment*. London: Routledge, 2001.
- ROUWENHORST, K. Geert. *The Origins of Mutual Funds* [online]. <http://ssrn.com/abstract=636146>
- SCHÁŇKA, Pavel. *Proč jsou nízké yieldy důvodem štěstí části developerů?* [online]. <http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=6381>, [cit. 2006-05-05].
- ŠEVČÍK, Aleš – FUCHS, David – GABRIEL, Michal. *Finanční trhy*. Brno: Masarykova universita, Ekonomicko-správní fakulta, 2001.
- ŠMAJSTRLOVÁ, Eva. *Řízení rizik stavebních projektů* [online]. [http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/05\\_Ekonomika%20a%20rizeni%20stavebnictvi/5\\_01\\_Ekonomika%20investic/Smajstrlova\\_Eva.pdf](http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/05_Ekonomika%20a%20rizeni%20stavebnictvi/5_01_Ekonomika%20investic/Smajstrlova_Eva.pdf)
- Úplné znění zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování s vyznačením navrhovaných změn* [online]. [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_navrh\\_zakona.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_navrh_zakona.pdf_2005.pdf)
- YOUNG, Michael S. – GRAFF, Richard A. *Real Estate Is Not Normal: A Fresh Look at Real Estate Return Distributions* [online]. <http://ideas.repec.org/a/kap/jrefec/v10y1995i3p225-59.html>
- Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování ze dne 1. dubna 2004*
- Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování ze dne 27. dubna 2006*

V Praze, 20. června 2006

.....  
podpis vedoucího práce



<b>1. ÚVOD</b>	<b>- 1 -</b>
<b>2. INVESTOVÁNÍ DO NEMOVITOSTÍ</b>	<b>- 9 -</b>
2.1 OBECNÉ CHARAKTERISTIKY INVESTOVÁNÍ DO NEMOVITOSTÍ	- 10 -
2.2 PŘÍMÉ INVESTOVÁNÍ	- 12 -
2.3 NEPŘÍMÉ INVESTOVÁNÍ	- 13 -
<b>3. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČR</b>	<b>- 17 -</b>
3.1 HISTORIE KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ V ČR	- 17 -
3.2 ZÁKON O KOLEKTIVNÍM INVESTOVÁNÍ	- 19 -
3.3 NOVELIZACE ZKI – FOND NEMOVITOSTÍ A FOND KVALIFIKOVANÝCH INVESTORŮ	- 22 -
<b>4. PRINCIPY FUNGOVÁNÍ NEMOVITOSTNÍCH FONDŮ V ČR</b>	<b>- 29 -</b>
4.1 OBECNÉ PRINCIPY FUNGOVÁNÍ NEMOVITOSTNÍCH FONDŮ	- 33 -
4.1.1 REGULACE A DOHLED NAD SEKTOREM KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 33 -
4.1.2. VLASTNICKÁ A JINÁ PRÁVA INVESTORŮ, RUČENÍ A KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ	- 37 -
4.1.3 ZMOCNĚNÍ A STRUKTURY CORPORATE GOVERNANCE	- 38 -
4.2 SUBJEKTY TRHU KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ	- 39 -
4.2.1 INVESTIČNÍ SPOLEČNOST	- 40 -
4.2.2 DEPOZITÁŘ	- 40 -
4.2.3 PODÍLOVÝ FOND A INVESTIČNÍ FOND	- 41 -
4.2.4 OTEVŘENÝ A UZAVŘENÝ PODÍLOVÝ FOND	- 42 -
4.2.5 SPECIÁLNÍ FOND NEMOVITOSTÍ	- 42 -
4.2.6 SPECIÁLNÍ FOND KVALIFIKOVANÝCH INVESTORŮ	- 43 -
4.3 FUNGOVÁNÍ NEMOVITOSTNÍCH FONDŮ	- 44 -
4.3.1 INFORMAČNÍ POVINNOSTI	- 44 -
4.3.2 OCEŇOVÁNÍ NEBOLI STANOVENÍ HODNOTY MAJETKU	- 46 -
4.3.3 ODMĚŇOVÁNÍ, POPLATKY, VSTUP A VÝSTUP Z INVESTICE	- 48 -
4.3.4 LIKVIDITA – POŽADAVKY NA MINIMÁLNÍ PODÍL LIKVIDNÍCH PROSTŘEDKŮ	- 49 -
4.3.5 POSKYTOVÁNÍ A PŘIJÍMÁNÍ ÚVĚRŮ	- 50 -
4.3.6 ZDANĚNÍ	- 50 -
<b>5. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ DO NEMOVITOSTÍ V ZAHRANIČÍ</b>	<b>- 55 -</b>
5.1 EU	- 56 -
5.2 FRANCIE	- 58 -
5.3 VELKÁ BRITÁNIE	- 59 -
5.4 NĚMECKO	- 61 -
5.5 LUCEMBURSKO	- 64 -
5.6 VÝBĚR OPTIMÁLNÍHO DOMICILU	- 66 -

<b>6. TRH NEMOVITOSTÍ V ČR</b>	<b>- 69 -</b>
<b>6.1 VÝVOJ TRHU NEMOVITOSTÍ PO ROCE 1990</b>	<b>- 70 -</b>
6.1.1 LIBERALIZACE, PRIVATIZACE A ZMĚNA VLASTNICKÉ STRUKTURY	- 71 -
6.1.2 VÝVOJ SEGMENTŮ TRHU NEMOVITOSTÍ	- 73 -
6.1.2.1 Trh kancelářských prostor	- 73 -
6.1.2.2 Trh obchodních prostor	- 78 -
6.1.2.3 Trh průmyslových a skladových nemovitostí	- 82 -
6.1.2.4 Trh bydlení	- 83 -
6.1.2.5 Investiční trh	- 86 -
6.1.3 MODEL VÝVOJE TRHU NEMOVITOSTÍ	- 90 -
<b>6.2 VYZRÁLOST ČESKÉHO TRHU NEMOVITOSTÍ</b>	<b>- 95 -</b>
<b>6.3 SOUČASNOST – BUBLINA NA TRHU NEMOVITOSTÍ?</b>	<b>- 99 -</b>
<b>6.4 BUDOUCNOST TRHU NEMOVITOSTÍ</b>	<b>- 102 -</b>
<b>7. ZÁVĚR</b>	<b>- 104 -</b>
<b>8. POUŽITÁ LITERATURA A PRAMENY</b>	<b>- 110 -</b>
8.1 MONOGRAFIE A ČLÁNKY	- 110 -
8.2 ZÁKONY, SMĚRNICE A VYHLÁŠKY	- 114 -
8.3 ROZHOVORY	- 114 -

# 1. Úvod

Kolektivní investování a nemovitosti? Až donedávna to byla u nás témata, která si nikdo nespojoval dohromady. Změna přišla v roce 2004, kdy byl přijat Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování (ZKI), který kromě mnoha novinek zavedl i institut *speciálního fondu nemovitostí*. Tento institut se sice v praxi ukázal jako nefunkční, avšak následná novelizace zákona z května 2006 se zaměřila na jeho zdokonalení (a zavedla i institut nový, o kterém zde ve spojení s nemovitostmi bude řeč), aby mohly skutečně na našem trhu vzniknout fondy, které investují do nemovitostí. Téma nemovitostních fondů tak spojuje dvě velké oblasti ekonomie (a práva), a to ekonomii nemovitostí a ekonomii kolektivního investování.

Trh nemovitostí je důležitou součástí národní ekonomiky a pohybují se na něm všechny typy ekonomických agentů – domácnosti, firmy, stát. Je velice důležité ho studovat, protože výkyvy na tomto trhu mohou mít značné makroekonomické důsledky. Cyklické výkyvy cen nemovitostí mohou způsobovat potíže nejen bankovním institucím jako poskytovatelům úvěrů, ale i domácnostem jako spotřebitelům bydlení, firmám jako uživatelům provozních prostor, či vlastníkům a investorům, pro které jsou nemovitosti zdrojem příjmů.<sup>1</sup> V nemovitostech je akumulována značná část bohatství celého hospodářství a sektor stavebnictví představuje významnou složku HDP.

Stavební trh patří mezi nejvýznamnější sektory národní ekonomiky. V České republice stavebnictví zaměstnává kolem 440 tis. zaměstnanců, kteří představují zhruba 9% celkové pracovní síly a stavebnictví má podíl na HDP kolem 6% (Blahoňovský, 2006). České stavebnictví, to je také více než 2500 firem s více než 20 zaměstnanci, ale také tisíce firem menších či desetitisíce živnostníků. Na výkonech stavebnictví mají dlouhodobě největší podíl státní zakázky, které představují zhruba polovinu tržeb, přičemž se jedná zejména o obnovu nebo výstavbu infrastruktury (železnice, dálnice apod.). Stabilně rostoucím segmentem stavebnictví je bytová výstavba, která jen mezi léty 2000 až 2005 vykázala průměrný roční růst 11,4%. Co se týká „komerční“ výstavby, tak její výstupy jsou spíše stabilní, ve stejném období rostla výstavba v tomto segmentu pouze o 3,1%, zatímco inženýrské stavby (infrastruktura apod.) rostly o 9,9% ročně. Celý sektor stavebnictví ve zmiňovaném období rostl průměrně o 7,2% ročně (Blahoňovský, 2006; ČSÚ; vlastní výpočty).

---

<sup>1</sup> Jak například konstatují Herring a Wachter (1998), jeden z nejvíce pozoruhodných znaků asijské finanční krize ve 90. letech byl kolaps cen nemovitostí, což následně oslabilo bankovníctví. Teprve poté přišla krize měnová.



Sektor kolektivního investování (KI) je u nás zatím relativně nedůležitý a nepříliš rozvinutý. Oproti trhu nemovitostí je kolektivní investování sektorem takřka na začátku. Ve vyspělých ekonomikách je to však sektor, který dynamicky roste a akumuluje významnou část bohatství společnosti. Například ve Spojených státech na konci 90. let počet *mutual funds* převyšoval počet emisí veřejně obchodovatelných akcií (Rouwenhorst, 2004). Zatímco USA má dnes největší trh kolektivního investování, historie se začala psát jinde. Již v roce 1774, dva roky před americkým Prohlášením nezávislosti, byl v holandském Amsterdamu založen *trust*<sup>2</sup> pod jménem *Eendragt Maakt Markt*<sup>3</sup>. Amsterdamská burza byla již v té době velice živým místem, podle počtu obchodovaných cenných papírů byla živější než dnešní burza pražská (Rouwenhorst, 2004). Strategii zmíněného fondu bylo investování do zahraničních bankovních a státních dluhopisů a plantážních úvěrů. Tento instrument odpovídal tomu, pod čím si dnes představíme uzavřený fond. Nezůstal však sám a byl rychle následován dalšími, přičemž fondy založené až do konce 18. století byly většinou zaměřeny na spekulaci s budoucím dluhem USA.<sup>4</sup> Dlouhou dobu byly fondy doménou Holandska. Další zemí, ve které byl založen obdobný trust, byla skoro o sto let později Velká Británie. Do USA dorazily fondy až na konci 19. století. Země koruny české za Rakouska-Uherska ani nezávislé Československo žádnou z těchto vymožeností nikdy nespátřily. Republiku pohltila Třetí říše, nedlouho poté zase socialismus. Proto trh kolektivního investování dostal šanci vzniknout až v devadesátých letech. A bylo to navíc spojeno s mnoha problémy. Na svůj skutečný rozvoj tento sektor zatím teprve čeká. Ke konci roku 2006 reprezentoval český sektor kolektivního investování pouhých 5,7 miliard eur oproti 7574 miliardám eur celoevropskému trhu (EFAMA, 2007).<sup>5</sup> Český trh kolektivního investování má tedy na tomto koláči necelou desetinu procenta. Díky srovnání se zahraničím není těžké vidět, že sektor má v ČR veliký růstový potenciál.

Trh nemovitostí a trh kolektivního investování se setkávají, když fondy do nemovitostí investují jako do specifického aktiva. Dochází tak k sekuritizaci nemovitostí, tedy že nemovitosti jsou převedeny do podoby (zpravidla) likvidních cenných papírů. Tento segment je však ještě mladší než samo kolektivní investování a v některých zemích, jako například u nás, teprve vzniká. Důsledkem jeho relativní okrajovosti je i to, že existují značné terminologické nejasnosti.

---

<sup>2</sup> Do češtiny se *trust* překládá jako *trast* nebo *svěřenecký fond*. Tématem prvních fondů tohoto typu se podrobněji zabývá Rouwenhorst (2004).

<sup>3</sup> Název tohoto trustu, který byl také devizou Holandské republiky, znamená v překladu „jednota tvoří sílu“.

<sup>4</sup> Je dobré si uvědomit, že Spojené státy ještě neexistovaly. Teprve bojovaly za svou nezávislost a to muselo být z něčeho financováno.

<sup>5</sup> Celoevropským trhem se v tomto smyslu nemyslí vnitřní trh EU, ale 23 evropských zemí, které figurují ve statistikách organizace EFAMA, která sdružuje evropské asociace fondů a asset managementu.

Terminologická nejednotnost plyne také z toho, že v každé zemi funguje odlišný systém legislativy kolektivního investování. V zemích *common law* je řeč o *trustu*, v USA pak hovoříme o *mutual funds*<sup>6</sup>, ve frankofonních zemích se hovoří o *FCP* a *SICAV*, na evropské úrovni se zase nejčastěji mluví o *UCITS*. V domácím prostředí se často hovoří o *investičních fondech*, to má však tu vadu, že české právo označuje tímto termínem pouze určitý typ fondu. Termín je to pro obecné použití poněkud nevhodný, protože sám sobě by byl termínem obecným i podskupinou. V odborné literatuře se nejčastěji hovoří o *mutual funds*, protože USA jsou jedním z největších trhů. Proto se tento termín často používá jako obecný, i když je to zavádějící.<sup>7</sup> V „evropských“ dokumentech (ve smyslu EU – Parlament, Komise apod.) se v angličtině používá termín *investment funds*, což je do češtiny poněkud nešťastně doslova překládáno jako *investiční fond*, což, jak jsme si již ozřejmili, je v našem prostředí nepřesné.<sup>8</sup> Nejvhodnějším obecným termínem, který splňuje požadavky neutrality (není spojen s žádným konkrétním právním systémem) a univerzálnosti (spojuje všechny typy možných subjektů či nástrojů) je anglický termín *collective investment scheme* (CIS), se kterým pracuje dlouhodobě OECD<sup>9</sup> a také IOSCO (International Organization of Securities Commissions se sídlem v Madridu). Doslova se dá přeložit jako *schéma kolektivního investování* (nebo také *instrument*, *nástroj* nebo *subjekt*)<sup>10</sup>, v literatuře se s ním však spíše nesetkáme. Jako nejvhodnější český ekvivalent termínu CIS je zdá být termín, který zavedla přímo legislativa. V ZKI se obecně o fondech hovoří jako o *fondech kolektivního investování* (§2, odst. 1/c), přičemž jsou pod ním zahrnuty všechny možné podoby, kterých fond může nabývat.

Co to však vlastně je *fond kolektivního investování*? Co je jeho účelem a čím se liší od běžné obchodní společnosti? V obecné rovině je jeho účelem investování shromážděných prostředků do stanovených skupin aktiv při vědomém řízení a diverzifikaci rizika spojeného s tímto investováním. Fondy tak mohou investovat do běžných cenných papírů (akcie,

---

<sup>6</sup> USA je zemí *common law* a i *mutual fund* je trustem, ale pro svá specifika se v odborné literatuře vymezuje jako zvláštní model (např. OECD, 2005).

<sup>7</sup> Investiční společnost typu *mutual fund* je ve světovém kontextu unikátem, který v jiných zemích nemá obdoby. *Mutual fund* je registrován a spravován v mnoha ohledech jako běžná obchodní společnost. Jeho legislativní úprava vychází z *Investment Company Act* z roku 1940. Jedním ze základních kamenů tohoto schématu je představenstvo (*Board of Directors*), které se skládá z nezávislých osob, jejichž účelem je zejména ochrana zájmů investorů. Členové *Boardu* reprezentují akcionáře, zatímco fond manažeři mají na starosti investiční strategii.

<sup>8</sup> EFAMA (European Funds and Asset Management Association se sídlem v Bruselu, dříve FEFSI) také ve svých dokumentech obecně hovoří o investičních fondech (*investment funds*).

<sup>9</sup> Je však nutné dodat, že OECD sice tento termín definuje široce, ale na druhou stranu ho většinou užívá v jeho užší podobě, kdy pod pojem CIS ve svých statistikách zahrnuje pouze otevřené typy fondů.

<sup>10</sup> S termínem *subjekt kolektivního investování* se lze setkat relativně častěji, například v dokumentech Evropské komise nebo (bývalé) Komise pro cenné papíry, je to však termín, který je také trochu zavádějící, protože subjektem kolektivního investování je v obecné rovině i investor. Termín *instrument* nebo *nástroj* také nejsou moc vhodné, protože v české legislativě (např. §2 ZKI) se tyto výrazy používají ve smyslu *nástrojů peněžního trhu* s tím, že jsou to nástroje, které se běžně používají, jsou likvidní a mají hodnotu, kterou lze kdykoliv přesně určit.

dluhopisy), derivátů, nemovitostí, do cenných papírů vydávaných jinými fondy, ale také přímo do společností či komodit, které nejsou veřejně obchodovány.

Jak tedy hovořit o *fondech kolektivního investování*, které investují do nemovitostí? Pro tento termín česká legislativa žádný obecný výraz nepřijala, protože do nemovitostí mohou podle českého práva investovat různé typy fondů. Nelze tedy hovořit například o *speciálním fondu nemovitostí*, protože to je otevřený typ podílového fondu, který je určený nejširší investorské veřejnosti. O těchto fondech se někdy mluví jako o *fondech retailových*.<sup>11</sup> Nejvhodnější se zdá jako obecný termín používat výraz *nemovitostní fond* nebo případně *fond nemovitostí*. Je to ekvivalentem běžných termínů jako například *akciový fond*, který pouze označuje typ aktiva, do kterého fond investuje, nikoli formu, jakým způsobem fond funguje. V rámci této práce bude tedy pojmem *nemovitostní fond* označován libovolný typ a forma fondu, jehož hlavní investiční strategií je přímé<sup>12</sup> investování do nemovitostí. Do tohoto vymezení se tedy vejdou například americké trusty typu *REIT*, německé otevřené podílové *Immobilienfonds*, či české *speciální fondy nemovitostí* i *fondy kvalifikovaných investorů*. Tato práce se zabývá tematikou kolektivního investování do nemovitostí v jeho obecné formě (se zaměřením na Českou republiku), nikoli pouze jedním možným segmentem, kterým jsou například retailové fondy nemovitostí.

V médiích, ale i mezi odborníky, se termín nemovitostní fond používá v různých kontextech a konkrétní autoři s ním pracují nejednoznačně. Velice často se totiž tímto termínem označují fondy, které investují do akcií nemovitostních společností kotovaných na veřejných burzách. To je však označení zčásti zavádějící, protože se fakticky jedná o fondy akciové, které fungují na zcela jiném principu než většina fondů nemovitostních. Nazývání těchto akciových fondů fondy nemovitostními je však legitimní, jako je tomu například u fondů nových technologií nebo rozvíjejících se trhů.<sup>13</sup> Z praktického hlediska je to bohužel nešťastné, protože investoři jsou tím částečně mateni. Proto bude zajímavé pozorovat, jakým způsobem si nově vznikající fondy s tímto problémem „marketingově“ poradí.

Co se týká literatury a zdrojů k této diplomové práci, v některých segmentech narážíme na určitý nedostatek. Ke kolektivnímu investování existuje dlouhý a vyčerpávající list bibliografie, protože je to oblast, o kterou díky české cestě ekonomické transformace byl a je veliký zájem mezi ekonomy. Zájem ekonomů je potvrzován i řadou konferencí, které se tématu

<sup>11</sup> Termín je odvozen z faktu, že se jedná o fondy, které jsou určeny všem typům investorům prostřednictvím otevřené distribuce.

<sup>12</sup> Tento termín bude rozveden a detailně popsán v následující kapitole.

<sup>13</sup> Je pochopitelně nereálné předpokládat, že by se například do novinových titulků používali termíny jako třeba „akciový fond nemovitostních společností“.

přímo nebo nepřímo týkaly. Je to kromě jiného i oblast, která se běžně vyučuje na vysokých školách ekonomického směru, což svědčí o množství odborníků, kteří se tématem zabývají. Navíc ideálním primárním zdrojem je i sama legislativa, která dodává základní materiál ke kritickému zkoumání.

Paradoxně, i když má z makroekonomického pohledu trh nemovitostí a stavebnictví velkou váhu, v podstatě u nás není o tuto oblast mezi ekonomy zájem. Proč je téma nemovitostí oproti kolektivnímu investování tak opomíjené? Odpovědi jsou v zásadě dvě. Kolektivní investování, přesněji řečeno investiční privatizační fondy, hrálo klíčovou roli v procesu kupónové privatizace, která byla ekonomickým tématem *par excellence*. Druhý důvod tkví v obecné nedostupnosti dat k trhu nemovitostí, která je v našem případě příznačná. A psát o konkrétním segmentu reálné ekonomiky bez přístupu ke statistikám se dá jen s obtížemi. Zabývat se tradičními tématy z oblasti „financí“ jako jsou trhy cenných papírů apod. je vzhledem k dostupnosti dat podstatně atraktivnější.

Stav světové vědy v oblasti v oblasti *real-estate economics* je pochopitelně oproti domácí situaci na vyšší úrovni. Přesto se jedná o oblast, která je relativně nová a rozvíjí se pomaleji než jiné ekonomické disciplíny. Dominantními zeměmi jsou pochopitelně Velká Británie a USA. Tento fakt i přímo souvisí s vysokou transparentností tamních trhů nemovitostí tudíž lepšímu přístupu k datům a také dlouhé historii sekuritizace nemovitostních aktiv. V angličtině vychází řada odborných časopisů, které se zabývají problematikou nemovitostí ve spojitosti s portfolio managementem. Stav českého výzkumu v oblasti *ekonomie nemovitostí* do jisté míry kopíruje praktické potřeby. Tou je například oblast oceňování. Tržní oceňování nemovitostí a soudní znalectví je službou, která je, a musí být, často využívána, proto existuje řada publikací, odborných konferencí nebo vzdělávacích kurzů, které se jím zabývají.<sup>14</sup> Autory mnoha publikací na téma oceňování nemovitostí jsou tedy například Albert Bradáč (Ústav soudního inženýrství VUT v Brně) nebo Rudolf Štefan (VŠE v Praze). Dalším segmentem, ke kterému existuje již řada publikací, je trh bydlení. Jím se intenzivně zabývá tým socioekonomie bydlení při Akademii věd ČR pod vedením Martina Luxe a Petra Sunegy, kteří přes relativně krátkou dobu působení mají za sebou řadu kvalitních publikací. Jsou však v podstatě jedinými, kdo se touto oblastí zabývá. Oblastí komerčních nemovitostí, i když v ne příliš ekonomickém pohledu, se zabývá skupina kolem Centra výzkumu rozvoje měst a regionů na Přírodovědecké fakultě UK, kde nejvíce publikací k tématu trhu nemovitostí má Luděk Sýkora. Tím však výčet akademiků, kteří

---

<sup>14</sup> Zde je výmluvné, že ve znaleckých odhadech ocenění nemovitostí se dá setkat s tím, že jako data pro stanovení diskontní míry, která je při oceňování využívána, se při výpočtu tržního rizika používají statistiky amerického (!) trhu kotovaných REITů. To pěkně ilustruje fakt, nakolik jsou data o domácím trhu nedostatečná.



se tématem vážně zabývají, v podstatě končí. To znamená, že mnohá místa zůstávají jen bílými oblastmi na mapě ekonomie nemovitostí.

Některé mezery, které tak o našem trhu nemovitostí máme, jsou však naštěstí zaplněny prací zahraničních autorů, mezi kterými hlavní roli hrají britské univerzity. Díky publikacím, pod kterými jsou podepsáni například Stanley McGreal (University of Ulster), Ali Parsa a Ramin Keivani (oba South Bank University, Londýn), se můžeme dozvědět mnohé o vnímání rizika spojeného s investováním na našem nemovitostním trhu z pohledu institucionálních investorů. V Británii můžeme napočítat nejvíce zahraničních publikací, které se ČR zabývají a pod některými jako spoluautor působil i Luděk Sýkora z PřF UK. Poněkud paradoxně se nelze setkat se žádným německým odborným článkem zabývajícím se českým trhem, i když investoři z Německa a Rakouska jsou na našem trhu ti nejaktivnější. To je důsledkem toho, že i v SRN je real-estate economics v akademické sféře spíše opomíjená. Zvláštními výjimkami jsou poněkud osamocené studie od autorů jako například Igal Charney, který zkoumá roli izraelských investorů na našem trhu. Jedním z cílů této práce bylo proto i shromáždit dostupnou bibliografii a kriticky ji zhodnotit.

Určitou roli hraje i soukromý výzkum. Zde však pochopitelně narážíme na řadu úskalí. První je ekonomické. Na rozdíl od akademických výstupů nelze očekávat, že přístup k výsledkům soukromého výzkumu bude bezplatný. Pokud jsou některé výstupy zpřístupněny zadarmo, často je to jen selektivní výběr, kdy nám do „skládačky“ chybí řada dílků. A problém je i s kvalitou, protože v soukromém sektoru není automatické, že se dodržuje metodologická důslednost, která je obvyklá u odborných článků. Takové výstupy nepodléhají žádnému recenzování a nelze u nich vyloučit ani případný konflikt zájmu. Subjekty působícími v oblasti výzkumu jsou hlavně agentury výzkumu trhu nebo mezinárodní konzultanti působící na českém trhu nemovitostí. Jedním z nejhodnotnějších výstupů soukromého výzkumu je brožura Trend Report, kterou sestavuje ARTN (Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí), která vychází jednou za dva roky a zatím má za sebou tři vydání. Zejména její poslední verze dodává ucelený pohled na celý trh nemovitostí, i když kvalita jednotlivých kapitol je kolísavá, protože je příliš zatížená pohledem konkrétního autora (který navíc zůstává zcela anonymní).

Nejčastěji jsou informace pocházející ze soukromého výzkumu publikována v běžných či specializovaných médiích. Bohužel, zde je kvalita přístupných informací extrémně nízká, ba dokonce se někdy o informacích ani příliš nedá hovořit. Kromě deníků, které o nemovitostech často píšou, vychází u nás řada specializovaných časopisů CiJ Journal, Building World, Property and Development, Project & Property a další, které jsou, víceméně až na první jmenovaný, časopisy inzertní, ve kterých jsou zdánlivě odborné články produktem *public relations*.

S novinovou publicistikou je to bohužel podobně, ve velkých denících vychází jen málo původní novinářské práce, část je bohužel na první (či druhý) pohled ovlivněná prací vlivových a PR agentur, které do článků dostávají informace hrající ve prospěch jejich klientů.<sup>15</sup> Jedním z prvků, na základě kterých to lze snadno odhalit, je i práce s jazykovými prostředky, to však většina čtenářů asi na první pohled není schopná poznat. Informačním zdrojem je pochopitelně i Internet, kde mezi nejhodnotnější patří magazín Stavební fórum, ale obecně se na Internetu nelze ve srovnání s tiskovinami dostat k lepším informacím. Důsledkem nízké úrovně české publicistiky je, že běžní spotřebitelé (ale i realitní profesionálové) se dostávají jen k málo kvalitním informacím, na základě kterých pak mohou činit špatná investiční rozhodnutí. I v tom je deficit české vědy, že je schopná pouze v omezené míře poskytnout alternativní zdroj kvalitnějších a dostupných informací.

Nedostatek zdrojů byl mimo jiné kompenzován prostřednictvím rozhovorů s profesionály z oboru kolektivního investování a nemovitostí, kteří svými cennými připomínkami a komentáři autorovi práce osvětlili některé otázky. Velká část statistických dat, které byly použity v této práci, nepochází s veřejně přístupných zdrojů. Tyto statistiky byly poskytnuty společností Cushman & Wakefield, která působí v oblasti nemovitostního poradenství a zprostředkování.

Metodologicky tato práce vychází zejména z kritického zpracování dostupné literatury a zdrojů s tím, že se zvláštní důraz klade na analýzu legislativy, která je s předmětem práce bezprostředně spjata. Práce do jisté míry využívá komparace s jinými právními systémy či trhy nemovitostí. Primárně je ale záměrem kriticky hodnotit klíčové konceptuální otázky či analyzovat ekonomickou logiku jednotlivých problémů.<sup>16</sup> Zejména u legislativy nás může svádět

---

<sup>15</sup> Příkladů se skutečně dá nalézt mnoho. Nejvíce křiklavými jsou, když je kupříkladu ředitel PR agentury citován v novinových člancích jako „odborník na trh nemovitostí“ nebo když obchodní ředitel developerské firmy, která se zaměřuje na bydlení, hovoří o tom, že očekává výrazný pokles cen starších panelových bytů.

<sup>16</sup> Název této práce na první pohled neříká, zda-li se jedná o práci, která je psána z pohledu ekonomie nebo práva. Je dobře možné, že někdo ve stejné době na některé z českých právnických fakult vypracovává práci s totožným názvem. V této zdánlivě nepodstatné úvaze je schován zajímavý problém. Psaní této práce je v tom smyslu výzvou, že téma by mělo být zpracováno tak, aby odpovídalo „ekonomickému“ pohledu na svět. Je určitě možné setkat se s řadou „ekonomických“ absolventských prací, přičemž je v podstatě nemožné odhalit jejich původ, jako kdyby jejich autor o ekonomii jako vědě nic nevěděl.

Co činí odlišným přístup ekonomů? V dnešní době, kdy je mnoho vědních oborů interdisciplinárních, rozdíly mezi vědami přestávají být zřetelné. Na závažnou otázku se pokusme odpovědět poněkud odlehčenou odpovědí. Nejmenovaný pedagog IES se svým studentům během úvodní přednášky snažil vysvětlit, proč jsou právě v této škole a pro koho je škola určená, ale také není. A pro to zvolil svéráznou definici: „Ekonom musí mít rád peníze“. Láska k penězům, jak je jasné na první pohled, nemůže být monopolizována ekonomy. Smysl sdělení je spíše v tom, že ekonomův obdiv k penězům je podobný jako u entomologa pohled na mravence. Láska k penězům jako objektu studia. A tudíž by z této práce mělo být cítit, že pohled na nemovitostní fondy bude v první řadě ekonomický, v optice „lásky k penězům“.

Čtenář také musí omluvit, že v některých případech může dojít k terminologickým „přešlapům“, protože autor této práce není právník.

přístup *best practice*, kdy po „vytipování“ konkrétní legislativy jako vhodného vzorce můžeme opomenout specifika srovnávaného systému.

Cílem práce je podat zevrubnou analýzu nemovitostního kolektivního investování v podmínkách české legislativy se zvláštním přihlédnutím na specifika tohoto investování. Dalším krokem je ukázat možné cesty, kudy se česká legislativa může dále rozvíjet a jaké jsou praktické možnosti uplatnění českých nemovitostních fondů. České nemovitostní fondy mají vysoký potenciál růstu, jejich skutečný výkon a úspěch na trhu však závisí na mnoha faktorech, mimo jiné i na vývoji (konkurenčních) legislativ v jiných zemích.

Tematicky je práce rozdělena tak, že první část práce se zabývá analýzou nemovitostních fondů a specifickými charakteristikami nemovitostí jako předmětu investic. Druhá část práce se zabývá popisem vývoje a stavu českého trhu nemovitostí. V poslední části je analyzováno, jakým způsobem se může dále rozvíjet česká legislativa nemovitostních fondů a jaké jsou praktické možnosti uplatnění fondů na trhu.

První kapitola práce obsahuje stručný přehled toho, co obnáší investování do nemovitostí v různých formách a jaké jsou výhody a nevýhody různých postupů. V druhé kapitole je popsán vývoj české legislativy kolektivního investování od jejích počátků až do současnosti. Třetí kapitola rozebírá jednotlivé aspekty fungování sektoru nemovitostních fondů. V další kapitole je poskytnut stručný exkurz do jiných legislativních úprav nemovitostních fondů. Následující kapitola pojednává o vývoji a stavu českého trhu nemovitostí. Poslední kapitoly se pak zabývají možnostmi uplatnění nemovitostních fondů a dalším možným vývojem legislativy.

## 2. Investování do nemovitostí

Investování do nemovitostí vykazuje ve srovnání s investováním do běžných aktiv (akcie, dluhopisy) řadu odlišností. Navíc, pokud se jedná o investování nepřímé, které bylo na domácím trhu umožněno teprve nedávno, znalost této problematiky je u nás nízká. Protože specifika investování do nemovitostí nejsou obecně známá ani mezi ekonomy, pro potřeby této práce je nutné stručně shrnout, čím se investování do nemovitostí vyznačuje a jaké jsou výhody a rizika investování přímého vůči investování nepřímému. Pro podrobnější výklad je vhodné se obrátit na Brueggeman a Fischer (2005), Ball a McGregor (1998) nebo Brown a Matysiak (2000). Obsah této kapitoly vychází z těchto základních příruček *real-estate economics*. Některé vlastnosti nemovitostí, které jsou v našich podmínkách podstatné, se však v obecné literatuře nevyskytují, proto bude o ně tento stručný úvod doplněn.

Nemovitosti, jak je definuje Občanský zákoník v § 119/2 jsou „...*jsou pozemky a stavby spojené se zemí pevným základem*“. Jak je zřejmé z definice i ze samotného označení, nemovitost je charakterizována nepohyblivostí. Z toho plyne, že hodnota nemovitosti je ovlivňována okolními aktivitami a v jejich důsledku může být značně volatilní. Napojení na dopravní infrastrukturu (veřejná a individuální doprava, vzdálenost ke službám), vzdálenost k centru města, tím vším se vyznačuje poloha. Dalším znakem nemovitostí je heterogenita. Narozdíl od finančních aktiv jsou nemovitosti nehomogenním aktivem, což znamená, že v podstatě neexistují dva identicky shodné nemovitostní „produkty“. Dále jsou nemovitosti fyzicky špatně dělitelné. Nemovitosti se také vyznačují nízkou likviditou, která je spojená s vysokými transakčními náklady. Navíc je proces změny vlastnictví administrativně náročný. Tato náročnost závisí na konkrétním právním systému. Ceny nemovitostí jsou také málo transparentní, neexistují veřejné trhy nemovitostí, jako je tomu u cenných papírů nebo komodit.

U nemovitostí jsou zajímavé jejich estetické aspekty, ekonomie se však touto oblastí neumí příliš zabývat. Ačkoli u portfoliových investic architektonické kvality (v jejich úzkém, estetickém smyslu) nejsou příliš důležité, pro drobné investory je v případě investice estetické hledisko významné. Jak tento fakt ocenit je však pro ekonomii spíše neznámou. Kvalitní architektura může být navíc spojena se značnými pozitivními externalitami. Jako nejčastější učebnicový příklad se uvádí Guggenheimovo muzeum v Bilbau od amerického architekta Franka O. Gehryho, díky kterému se město stalo vyhledávanou turistickou destinací. Shodou okolností se Gehry v Praze zasloužil o podobný příklad s Tančícím domem, který často zdobí obálky



turistických průvodců. Ještě lepším příkladem může být Zlatý Anděl<sup>17</sup> od neméně slavného Jeana Nouvella. Tato budova se stala mezníkem, který stál u obnovy celé městské části. Politici i developeři jsou si tohoto *symbolického kapitálu*<sup>18</sup> dobře vědomi a některé veřejné investice se budují právě s tímto záměrem.<sup>19</sup> Na druhou stranu je prakticky nemožné vymezit, jaký podíl na ekonomické hodnotě nemovitosti má právě její architektura. Estetické hledisko nemovitostí není měřitelné běžnými metodami oceňování a nelze ho nijak uplatnit v ekonomických modelech. V reálném světě má však své ekonomické opodstatnění.

## 2.1 Obecné charakteristiky investování do nemovitostí

Investování do nemovitostí má dvě základní podoby – přímou a nepřímou. Pořídít nemovitost přímo znamená ji *nabýt*, a to buď jejím *vytvořením* (stavbou) nebo *pořízením*<sup>20</sup> (na základě kupní smlouvy). Investování do nemovitostí může znamenat i obnovování stávající nemovitosti či přizpůsobení jiným potřebám, v těchto případech se již nejedná o pouhou údržbu, ale jde již o investici. Přímou investici může uskutečnit fyzická nebo právnická osoba (například obchodní společnost nebo družstvo). Investor má široké možnosti jak s nemovitostí nakládat, toto nakládání má však i mnohá omezení.

Při nepřímém investování se investor stává vlastníkem pomyslného podílu na nemovitosti nebo skupině nemovitostí, zpravidla v podobě cenného papíru, ale jeho „vlastnická práva“ vůči nemovitosti jsou oproti přímé investici značně omezená. Takové vlastnictví má formu podílu na fondu kolektivního investování nebo na nemovitostní společnosti obchodovatelné na veřejném trhu. V tomto smyslu hovoříme o sekuritizaci<sup>21</sup> nemovitostí, to znamená, že nemovitost je

---

<sup>17</sup> Spoluautorem první zmiňované stavby je v Česku etablovaný architekt Vlado Milunič. Mimochodem, u obou budov stál stejný investor – ING Real Estate, což jistě není náhodné. Některé firmy jsou si při výběru architekta dobře vědomy dopadů, které to může mít na marketing i celkovou úspěšnost projektu. Lze pozorovat, že i řada dalších společností v ČR snaží svoji investici zaštitit jménem renomovaného architekta, i když toto zaštitění může mít charakter spíše formální.

<sup>18</sup> Komerční nemovitosti jsou dnes zásadně ovlivňovány globalizací. Díky působení nadnárodních korporací, aplikace obecných marketingových schémat a působení mezinárodních architektů jsou si města více a více podobná (unifikované modely nákupních center apod.). Někdy se kriticky hovoří až o *disneyfikaci* měst, reakcí na tuto estetickou a funkční homogenizaci bývají právě nemovitostní projekty, které se snaží o vytvoření specifického kapitálu. Hovoří se v tomto smyslu o tzv. *trophy buildings*, *image buildings* nebo *high profile buildings*. S ohledem na mezinárodní konkurenci měst je toto zcela pochopitelné, že se ne-standardní architektura se dostává do popředí i pro své ekonomické funkce (podrobněji k tématu například Temelová, 2004 nebo Temelová, 2005).

<sup>19</sup> Takovou iniciativou je bezesporu mezinárodní soutěž na novou budovu Národní knihovny, kterou by měla Praha přivítat na Letné. Výsledky soutěže byly oznámeny v březnu 2007, vítězem se stal návrh britského atelieru Future Systems vedený architektem českého původu Janem Kaplickým. S ohledem na výjimečnost navrhované stavby bude velice zajímavé pozorovat, zda-li se v případě realizace v Praze dostaví tzv. Bilbao efekt.

<sup>20</sup> U daru nebo dědictví nelze hovořit o investování.

<sup>21</sup> Pojem sekuritizace se v české literatuře používá spíše v úzkém smyslu, kdy je do podoby cenného papíru transformována pohledávka, často je jím hypoteční úvěr. Prostředkem sekuritizace jsou pak HZL – hypoteční zástavní listy. V zahraniční literatuře se však vyskytuje pojem sekuritizace (ve francouzštině *titrisation*) jako transformace libovolného aktiva do podoby převoditelného cenného papíru.

převedena do podoby likvidních cenných papírů obchodovatelných na primárním nebo sekundárním trhu. Není snadné nalézt uspokojivou definici nepřímého investování, protože jeho formy mohou být ve své podstatě velice odlišné. Jednoduše by se dalo říci, že zatímco u přímé investice investor může nakládat „volně“ přímo s nemovitostí v rámci příslušných smluvních a zákonných omezení, u nepřímé investice může investor nakládat pouze se svým majetkovým podílem.

V první řadě je důležité znát odpověď na otázku proč investovat do nemovitostí? Nemovitostní investice provázejí lidskou společnost už od dávných dob, historie tohoto investování je podstatně delší než existence burz a cenných papírů. Obecně se často předpokládá, že v lidech je pevně zakořeněná představa, že vlastnictví půdy a „kamene“ je trvalým uchovatelem hodnoty. I když nemovitosti tu jsou mnohem déle než akcie, v možnostech obchodování však hluboce zaostávají. Rozvoji obchodování s nemovitostmi bránily vlastnosti jim dané, tzn. jejich heterogenita, nedělitelnost, materiálnost či vysoké transakční náklady.

Hlavní výhodou nemovitostí z hlediska investora je jejich zajímavý investiční profil – poměr výnosu a rizika. Řada empirických studií (např. Hoesli, 2000; Maurer, Reiner a Rogalla, 2003) dokazuje, že vztah rizika a výnosu nemovitostí se nachází obecně mezi dluhopisy a akciemi.<sup>22</sup> Nemovitosti nabízejí vyšší výnos než obligace a nižší než akcie s tím, že riziko je nižší než u akcií a vyšší ve srovnání s obligacemi. Obecně jsou nemovitosti s cennými papíry slabě, nebo i dokonce záporně korelovány, což z nich dělá zajímavý doplněk při sestavování smíšeného portfolia. Poměr výnosu a rizika však závisí na formě, v které jsou nemovitosti obchodovány. Pokud se totiž například jedná o nemovitostní společnosti obchodované na burze, jejich korelace s akciovým trhem je mnohem vyšší.

Nemovitosti vykazují vysokou míru autokorelace, vývoj jejich cen nelze považovat za stochastický proces. Jak poukazuje řada studií (například Young a Graff, 1995; Maurer, Reiner a Sebastian, 2004), riziko spojené s nemovitostními investicemi je heteroskedastické, z čehož vyplývá, že diverzifikace aktiv v portfoliu nemovitostí je podstatně méně efektivní při redukování nesystematického rizika ve srovnání s portfolií, které obsahují běžná aktiva (k tématu systematických faktorů rizika více v Baroni, Barthélémy, Mokrane, 2000). Young a Graff vyvracejí, že ceny nemovitostí mají vlastnosti normálního rozdělení. To má ten nepříjemný důsledek, že nelze „beztrestně“ pro sestavování smíšeného portfolia použít Markovitzovu *moderní teorii portfolia*<sup>23</sup>, protože normalita je jedním z jeho základních předpokladů. Tato

<sup>22</sup> Vynikající srovnání mnoha různých aktuálních odborných článků na téma výnos a riziko nemovitostních investic přináší Benjamin, Sirmans a Zietz (2001).

<sup>23</sup> MPT – Modern Portfolio Theory

skutečnost se nejčastěji přisuzuje efektu *vyhlazování*<sup>24</sup>, který je důsledkem oceňování nemovitostí prostřednictvím znaleckých odhadů, nikoli reálnými tržními pohyby.

Podle široce přijímané teze jsou nemovitosti dobrým zajištěním a ochranou proti inflaci. Jedním ze základních požadavků investora je, aby se investované prostředky nejen zhodnotily, ale aby toto zhodnocení nebylo pouze nominální. Jak však ukazuje Maurer a Sebastian (2002), tato představa neodpovídá zcela výsledkům empirického měření. Opět záleží na formě, ve které je do nemovitostí investováno. Maurer a Sebastian zkoumali inflační riziko spojené s investicemi do nemovitostních cenných papírů ve Francii, Německu, Švýcarsku a Velké Británii v rozmezí let 1980 až 2000.<sup>25</sup> Schopnost zajištění proti inflaci však našli pouze u německých otevřených podílových fondů. Pro ostatní typy nemovitostních společností byla tato hypotéza zamítnuta, i když u podstatné části zkoumaných společností byly zaznamenány pozitivní reálné výnosy.

## 2.2 Přímé investování

Investor, který má zájem investovat do nemovitostí, hledá odpověď na otázku, jestli je výhodnější investovat do nemovitostí přímo nebo nepřímo. Hlavními výhodami přímého investování jsou individuální nastavení využití nemovitosti a přizpůsobování potřebám vlastníka (zejména v případě bydlení). Výhody mohou být také daňové. Stát často různými způsoby daňově zvýhodňuje nemovitosti proti běžné spotřebě. Řada investorů pořizuje nemovitosti, aby jim poskytovaly nějakou službu (bydlení, výroba, kanceláře apod.). Mezi hlavní nevýhody přímého investování patří výška minimální investice, obtížná diverzifikace, vysoké transakční náklady, odborné nároky na správu, náklady spojené s vlastnictvím (údržba, obnova) a nízká likvidita. Tyto nevýhody mají dopad zejména na drobné investory. Nemovitosti mají vysoké jednotkové ceny a možnost diverzifikace je otevřená jen velkým investorům. Investování do nemovitostí klade nároky na vysokou odbornou znalost, technickou i právní. Investor, pokud pořizuje nemovitost k jejímu následnému pronajímání, se navíc vystavuje riziku neobsazenosti.

Přímý investor si dále musí zodpovědět otázku, zda-li není pronájem výhodnější než vlastnictví, a to nejen po finanční stránce. Z vlastnictví nemovitosti plyne, že investor může získávat jejím pronajímáním či růstem hodnoty (pochopitelně nese i riziko poklesu hodnoty). Nemovitost lze také vhodně použít jako zástavu, vlastníkovu usnadňuje získání úvěru. Na druhou stranu pronájem domácnostem umožňuje vyšší flexibilitu (pohyb za prací apod.) zejména na trzích, kde je likvidita rezidenčních nemovitostí nízká. Firmy se v případě nájmu nemusí zabývat obnovou vlastního nemovitého majetku a vykazují obecně nižší míru zadlužení.

<sup>24</sup> V angličtině *smoothing*, tento termín zatím nemá z důvodu nedostatku literatury svojí ustálenou podobu v češtině.

<sup>25</sup> Ve zkoumaném vzorku bylo více než 200 nemovitostních společností nebo fondů.

Pronájem také zlepšuje některé ukazatele rozvahy (ROA) a může mít některé daňové výhody. Firmy také volí pronájem kvůli vyšší kontrole nad svými finančními toky. Nájemní vztah může mít konkrétně řadu operativních výhod jako vyšší prostorová flexibilita či snazší expanze činnosti. Nevýhodou je pochopitelně riziko kolísání tržních nájmů nebo „outsourcing“ zisku plynoucího z vlastnictví nemovitosti.

Pro vyšší úplnost je nutné rozšířit i oblast rizik spojených s nabýváním nemovitosti. Riziko spojené s investováním do nemovitostí je různé ve dvou základních oblastech. Na jedné straně je to investování do výstavby a na druhé investice do hotové stavby. S výstavbou se pojí velká škála rizik od: i) nepředvídatelných událostí (počasí, přírodní katastrofy), ii) finanční riziko (zdroje financování), iii) stavební rizika (projekční chyby, stavební nedostatky realizace), iv) příjmové stránky projektu, v) administrativní úkony (územní rozhodnutí, stavební povolení, zápis do katastru nemovitostí, kolaudace, vliv dotčených osob), a také vi) politické riziko. S investováním do již existující nemovitosti (pokud se nejedná o nemovitost vyžadující zásadní rekonstrukci) jsou podle Reilly a Browna (1999) a Brueggemana, Fishera a Stonea (1989) základní kategorie rizik: i) obchodní riziko (spojené s povahou oboru, ve kterém je investice uskutečněna), ii) finanční riziko, iii) riziko likvidity, iv) kursové riziko, v) politické riziko, vi) manažerské riziko, vii) legislativní riziko, a viii) riziko kupní síly (neboli poptávkové riziko). Tuto skupinu rizik lze rozšířit o regionální (geografické) riziko. Z pohledu zahraničních investorů je Česká republika zemí s vyšším rizikem ve srovnání s vyspělejšími trhy západní Evropy, což je víceméně spojováno s obecně vyšší vnímanou rizikovostí celého regionu střední a východní Evropy (SVE). V tomto směru se často hovořilo o vlivu vstupu ČR do EU. Je nepochybné, že to mělo určitě pozitivní dopad na vnímání rizika, ale tento efekt je pochopitelně nemožné změřit. Změna to byla jistě z velké části psychologická, protože proces konvergence s EU, jak ekonomický tak legislativní, byl dlouhodobý a nebylo to otázkou změny během jediného dne. Pro investory bude dalším výrazným krokem ke snížení rizika vstup do měnové unie, který eliminuje kursové riziko (alespoň vůči jedné dominantní měně). Dopad této změny v oblasti nemovitostí je však umenšen tím, že již dnes je velká část transakcí na trhu denominována v eurech (v 90. letech to bylo v německých markách).

### **2.3 Nepřímé investování**

Po předchozím výčtu rizik spojených s investicí do nemovitostí a jejich vlastnictvím by se mohlo zdát, že je to podobně riziková činnost jako chůze minovým polem a tudíž je s podivem, proč se do něj tolik, zejména neprofesionálních, subjektů pouští. To má dva hlavní důvody. Za prvé, pro mnohé investory neexistuje alternativa (od nemovitosti očekávají službu), a



pokud existuje alternativa v podobě pronájmu, pak je buď hůře dostupná než investice nebo ekonomicky méně výhodná. Za druhé, možnosti nepřímého investování byly až donedávna pro české investory fakticky nulové. Jakou alternativu tedy nepřímé investování nabízí?

Jednou z hlavních výhod nepřímého investování je minimální výše vstupní investice, která může být pouhým zlomkem toho, co je třeba pro investici přímou. Tím se radikálně rozšiřuje přístup i pro drobné investory. Další výhodou je diversifikace. Investor se stává spoluvlastníkem portfolia nemovitostí, které je nějakým způsobem diversifikováno, navíc je tato diversifikace obvykle nařízená zákonnými normami. Diverzifikace může být geografická (a to jak v rozměru města, státu nebo celého světa) nebo funkční (v portfoliu mohou být zastoupeny rezidenční nebo různé typy komerčních nemovitostí). Rozhodování o konkrétních investicích a o správě portfolia je v rukách kvalifikovaného profesionála, u kterého se implicitně předpokládá lepší výkon při investičních rozhodnutích. Navíc i správa nemovitostí je svěřena do rukou kvalifikovaných osob. Výhodou pro investora je, že má širší možnost profitovat z finanční páky (*leverage*), která mu zvyšuje výnos vlastního kapitálu. Dále si může vybrat vhodný instrument, který odpovídá jeho nárokům na výnos a riziko. To je dáno tím, že investiční strategie je stanovována *ex ante* a zakotvena v prospektu nebo statutu. V neposlední řadě jsou to daňové výhody, protože stát pro podpoření rozvoje tohoto, relativně nového, sektoru často uchyluje k udělování různých zvýhodnění oproti tradičním způsobům investování.

Obecnou nevýhodou, nebo spíše nedostatkem, je oceňování nemovitostí. Zatímco u cenných papírů se jejich hodnota stanoví trhem, u nemovitostí to není možné. Tržní hodnota nemovitostí v portfoliu je oceňována odhadcem, jakkoli může být kvalifikovaný a odborný, implicitně v sobě nese řadu nevýhod. Blíže se tímto tématem budeme zabývat v kapitole o aspektech kolektivního investování. Další výčet výhod a nevýhod vyplývá až z konkrétních typů instrumentů kolektivního investování.

Ty lze zjednodušeně rozdělit do tří skupin: otevřené fondy, uzavřené fondy a „uzavřené“ fondy obchodované na veřejném trhu. Otevřené fondy jsou charakterizovány kontinuálním navyšováním (snižováním) kapitálu. Investor do nich může kdykoli vstoupit nebo na jeho žádost fond odkoupí jeho podíl. Na druhou stranu uzavřené fondy tuto možnost nenabízí, kapitál je fixní a pro případ exitu si investor musí najít kupce pro jeho podíl. Druhou možností, pokud se jedná o fond založený na dobu určitou, je likvidace fondu a vypořádání podílníků. Další možností jsou společnosti (fondy, trusty), které mají kapitál fixní, ale k obchodování jsou umístěny na veřejném organizovaném trhu. Mezi tyto patří zejména instrumenty typu REIT.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> REIT = Real Estate Investment Trust, vyslovuje se [rēt], rýmuje se s treat [tri:t]. Jejich přesnější charakteristikou se zabývá mimo jiné kapitola o kolektivním investování v zahraničí.

Fondy uzavřeného typu jsou často určeny pouze institucionálním investorům, nejsou tudíž nabízeny veřejně a část investorů k nim vůbec nemá přístup. Minimální investice do těchto fondů bývají vysoké. Již zmíněnou nevýhodou je snížená míra likvidity. Výhodou těchto fondů je, že bývají spojovány s nižší mírou regulace a tržního dozoru. Další nevýhodou je, že diverzifikace je omezená v „rámci“ upsaného kapitálu.

U fondu otevřeného typu je výhodou možnost vstupu a výstupu z investice. Ta je však na rozdíl od otevřených fondů, které investují do likvidních aktiv, někdy omezena k určitému datu nebo poplatky za výstup. Tyto fondy jsou citlivé na veřejné informace, tudíž u nich hrozí likviditní riziko (tzn. nebudou mít dostatek likvidních prostředků na vypořádání žádostí o odkup). Protože fondy alokují prostředky do nelikvidních nemovitostí a drží pouze omezený podíl likvidity, při větším objemu žádostí o zpětné odkupy fondům může chybět likvidita, což může po uveřejnění této informace navíc problémy umocnit. Nepochybnou výhodou je u otevřených fondů transparentnost. Investor má lepší přehled o aktuální hodnotě své investice než v případě investice nepřímé. Oceňování je však neuralgickým bodem, se kterým se pojí řada rizik. Protože se jedná většinou o nástroje přístupné široké veřejnosti, klade se vyšší důraz na ochranu investorů, a proto jsou tyto fondy více regulovány. Vyšší stupeň regulace může znamenat nižší flexibilitu, vyšší náklady na správu a větší konzervativnost rozhodování, což pro investora v součtu znamená nižší výnos, kompenzovaný však nižším rizikem.

Poslední formou jsou veřejně obchodovatelné akcie nemovitostních společností, obvykle typu REIT. REITy vznikly v USA v 60. letech, ale svůj dynamický rozvoj zažily až v poslední dekádě 20. století. Obecnou charakteristikou REITu je, že se jedná o kotovanou společnost, která investuje do realit a je zatížena nulovou nebo velmi nízkou sazbou daně ze zisku. Podmínkou pro získání této výhody je, že společnost musí povinně distribuovat většinu dividend (zpravidla mezi 90 a 100%). Největším trhem REITů je USA, ale významné jsou dnes i Japonsko, Hong-Kong, Austrálie a v současné době nové legislativní úpravy umožňují vznik REITů např. ve Francii, Německu nebo Velké Británii. S předchozími typy fondů REITy sdílí výhody a nevýhody plynoucích z charakteristik podkladového aktiva, hlavní rozdíly jsou ale v likviditě. REITy na vyspělých trzích jsou vysoce likvidní cenné papíry a mírou likvidity mohou převýšit i fondy otevřené. Dalším významným rozdílem je ocenění. V případě REITů k ocenění dochází tržně, to znamená, že aktuální cena REITu je dána nabídkou a poptávkou na burze. Tento fakt má dva důsledky. Zaprvé jsou REITy více korelovány s akciovým trhem. Dalším důsledkem je, že REITy mohou být obchodované za cenu odlišnou od skutečné hodnoty jejich portfolia, tudíž

mohou být obchodovány s prémii (tržní cena akcie převyšuje hodnota NAV)<sup>27</sup> nebo diskontem (tržní cena akcie je nižší než hodnota NAV). Hodnota investice je u REITů stanovena transparentně a v reálném čase, daní za to je vyšší volatilita a vyšší korelace s trhem akcií.

V evropském kontextu je společnou nevýhodou všech tří základních typů nepřímého investování absence společná regulace na úrovni evropského práva. To znamená, že investorům se sice s postupující integrací finančních trhů otevírá přístup k novým investičním příležitostem, míra regulace a tržní dozor jsou však odlišné podle státu, kde jsou společnost nebo fond registrovány. To na investory klade zvýšené informační náklady. Výraznou nevýhodou oproti standardním nástrojům typu UCITS<sup>28</sup> je, že veřejné nabízení v různých zemích Unie s sebou nese zvýšené náklady, které na investora dopadají v podobě vyšších vstupních poplatků. I když v součtu je počet nabízených fondů v zemích Evropské unie relativně vysoký, investoři v jednotlivých zemích, zejména s méně vyspělými trhy kapitálu, mají nabídku velice omezenou.

---

<sup>27</sup> NAV = Net Asset Value. Čistá hodnota portfolia (aktiva očištěná o pasiva) počítaná na jednu akcii (nebo podílový list).

<sup>28</sup> Podrobněji popsáno v následující kapitole.

### 3. Kolektivní investování v ČR

#### 3.1 Historie kolektivní investování v ČR

Historie kolektivního investování se u nás začala psát až po roce 1990. Zatímco ve vyspělých tržních ekonomikách se tento trh rozvíjel pozvolna po desítky let, vývoj v Česku byl extrémně bouřlivý a spojen s řadou problémů.

Vznik fondů kolektivního investování v České republice je úzce spojen s kupónovou privatizací. Bez kupónové privatizace by potřeba fondů nebyla tak urgentní a na druhou stranu by bez existence fondů o kupónovou privatizaci nebyl příliš zájem (více např. Kotrba, 1994; Mejstřík, 1999; Fungáčová, 2005). Fondy se staly řešením pro obyvatele, kteří neměli žádné zkušenosti s kapitálovým trhem. První vlny kupónové privatizace se zúčastnilo více než 400 fondů, druhé vlny přes 350. Fondy získaly asi 73 % celkového majetku přiděleného pro první vlnu a 65 % majetku pro druhou vlnu. První vlny privatizace se podle zákona směly zúčastnit pouze *investiční fondy* mající formu akciové společnosti a tedy právní subjektivitu. Do druhé vlny směly vstoupit i *podílové fondy*, tj. subjekty bez právní subjektivity založené investičními společnostmi.

Mimoto se již od roku 1990 začaly na trhu kolektivního investování prosazovat také *korunové otevřené podílové fondy*, které však s privatizací neměly nic společného. První investiční fondy a společnosti, které se na území, tehdy ještě federálního Československa, objevily, vznikaly na základě zvláštních povolení podle zákona č 158/1989 Sb. o bankách a spořitelnách.

Po počáteční fázi jistého právního vakua vstoupil v květnu 1992 **zákon 248/1992 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF)**. Tento zákon vymezil základní pravidla kolektivního investování, která se však s ohledem na další vývoj ukázala jako nedostatečná (více např. Richter, 2005 nebo Mertlík, 1996). Nesouviselo to však pouze s nedostatky ZISIF, ale důvody byly podstatně širší.

Dalším výrazným posunem v oblasti legislativy se stala novela ZISIF, která vstoupila v platnost v roce 1996, v době, kdy sektor kolektivního investování procházel nejhlubší krizí důvěry. Tato novela se snažila řešit problémy, které přinesla privatizační praxe. Další výraznou změnou bylo vytvoření Komise pro cenné papíry prostřednictvím novelizace ZISIF z roku 1998.

Bylo stále jasnější, že ZISIF byl jako právní úprava kolektivního investování nevhodný i po jeho zásadních úpravách. Vyvrcholením další fáze legislativního vývoje bylo vytvoření zcela



nového zákona. Se **zákonem o kolektivním investování č. 189/2004 Sb. (ZKI)** vstoupila do českého prostředí i novinka v podobě *speciálních fondů nemovitostí* (SFN). Neznamenalo to však, že do té doby investiční společnosti nebo fondy do nemovitostí nemohly investovat. Již první verze ZISIF umožňovala, aby investiční fondy nabývaly nemovitý majetek. Fakticky ale nebyl až do roku 1998 zákonem kladen požadavek odborné péče na nákup, držbu a prodej nemovitého majetku. I když se nemovitý majetek ve fondech stal spíše okrajovým aktivem, dodnes je živá výjimečná kauza tzv. *litoměřických fondů*.<sup>29</sup>

Litoměřická Česká národní investiční společnost (ČNIS), která vznikla v roce 1992, založila dva investiční fondy, jejichž akcie v celkové hodnotě 1,7 mld. Kč nabídla na základě veřejné nabídky akcií. Nešlo tedy o klasický IPF, který nabízel „jistotu desetinásobku“ za umístění bodů z kupónových knížek, ale o fondy, do kterých jednotlivci vkládaly vlastní finanční prostředky, které měl za ně ČNIS zhodnocovat. Strategií „litoměřických fondů“ bylo investovat primárně do nemovitostí. Fondy ještě v roce 1993 vyplatily dividendy, ale již brzy se v médiích objevily informace, že s majetkem fondů není poctivě nakládáno. ČNIS využila nedostatků legislativy, aby z fondů vyvedla aktiva, anebo využívala nadhodnocené nemovitosti jako zástavy za úvěry poskytované fondům či dokonce třetím osobám. V roce 1995 se schéma zcela zhroutilo, fondy byly poslány do likvidace, které ještě stále není ukončená (jedná se však už pouze o formalitu, ve fondech už dnes žádná aktiva nejsou).

Nemovitosti nebyly v období transformace zapojeny pouze do skandálů spojených s kolektivním investováním. Mnohem častěji figurovaly v podvodných úvěrových operacích. Nejjednodušším schématem bylo získat od banky úvěr na nemovitost, která byla oceněna na vyšší než skutečnou hodnotu, tento úvěr pak nesplácet a bance pak často nezůstalo nic než bezcenná zástava.

Jedním z výsledků ekonomické transformace bylo, že množství lidí ztratilo (nebo nezískalo) důvěru v principy volného trhu a zejména v kapitálový trh, který je jedním z pilířů tržní ekonomiky. Tyto psychologické dopady transformace jsou jen těžko měřitelné, není však pochyb o tom, že stále hrají svou roli. V oblasti kolektivního investování byl zlomový konec 90. let, kdy se velice rychle začala obnovovat důvěra lidí v trh kolektivního investování, který se během velmi krátké doby výrazně konsolidoval. Radikálně se snížil počet investičních společností a fondů a na trhu získaly převahu fondy kontrolované velkými bankovními domy. Výrazným krokem ke konsolidaci sektoru byla i účinnější samoregulace, jejíž základy byly

---

<sup>29</sup> Tématem se podrobněji zabývá např. Příloha č. 5 v KCP, 2005 nebo také webové stránky likvidátora jednoho z fondů na <http://www.sweb.cz/CNIOPF/>. O tom, že se na kauzu ještě nezapomnělo, se lze přesvědčit i v množství internetových diskusí, kdy si anonymní čtenáři dost často nevybíravým způsobem kauzu litoměřických fondů připomínají a dávají si jí do souvislostí s aktuálním vývojem okolo nemovitostních fondů.

položeny o několik let dříve. V roce 1996 došlo k vytvoření Unie investičních společností ČR (UNIS), která měla za jeden z hlavních cílů samoregulaci, která šla mnohem dále než požadavky legislativy, zejména v oblasti poskytování informací. Dalším z cílů sdružení byl i efektivní lobbying za zkvalitňování právního prostředí.

### 3.2 Zákon o kolektivním investování

Logika zákona č. 248/1992 Sb. byla, že spíše než koncepční potřeby kolektivního investování řešil praktické problémy, které se za „pochodu“ objevovaly s fungováním kapitálového trhu. Převažoval přístup *ex post* nad přístupem *ex ante*. Místo aby se k problematice přistupovalo koncepčně, zákon řešil aktuální problémy vrstvením legislativních záplat. ZISIF se postupem času ukázal jako nevhodný a jeho konstrukce ani po významných novelizacích neodpovídala vývoji a potřebám trhu (i s ohledem na blížící se vstup do EU a harmonizace české práva s *acquis*). Hlavními nedostatky ZISIF, jak je vymezuje *Důvodová zpráva k návrhu zákona o kolektivním investování* z roku 2003, bylo, že vymezoval pouze některé možné způsoby kolektivního investování, v mnoha ohledech nebyl v souladu se směrnicí 85/611/EHS<sup>30</sup>, některá ustanovení o smlouvě o obhospodařování a statutu byla příliš podrobná, nebyly dostatečně vymezeny podmínky pro činnost depozitáře, a že podmínky reklamy a podnikání zahraničních osob na území ČR nebyly dostatečně upraveny. ZISIF vznikal v podmínkách, kdy řada možností kolektivního investování nebyla vůbec uvažována a tudíž bylo nutné vypracovat zákon zcela nový, jehož konstrukce by stála na zcela jiném základě.

**Zákon o kolektivním investování č. 189/2004 Sb.** byl přijat Parlamentem v dubnu 2004 a stal se hlavní normou regulující kolektivní investování v ČR. Kolektivní investování však není pochopitelně vymezeno pouze ZKI, ale další řadou souvisejících zákonů a vyhlášek<sup>31</sup>, mezi které

---

<sup>30</sup> Směrnice Rady ze dne 20. prosince 1985 č. 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) je základní směrnicí upravující oblast kolektivního investování v členských zemích EU. Tato směrnice však upravuje pouze část oblastí kolektivního investování, kterým jsou tzv. fondy UCITS, dynamickým rozvojem v současné době v Evropě prochází kolektivní investování, které právě touto směrnicí zatím upraveno není – hedge fondy, fondy nemovitostí, REIT.

<sup>31</sup> Oblast kolektivního investování je upravena zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ke kterému byly vydány následující vyhlášky:

- vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování,
- vyhláška č. 457/2004 Sb., o minimálních náležitostech statutu a náležitostech zjednodušeného statutu,
- vyhláška č. 265/2004 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře,
- vyhláška č. 271/2004 Sb., o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti,
- vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti nebo investičního fondu,
- vyhláška č. 269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování,
- vyhláška č. 414/2004 Sb., o odměně nuceného správce, likvidátora, správce konkurzní podstaty, některých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a o náhradě jejich hotových výdajů.

patří zejména zákon o podnikání na kapitálovém trhu, o bankách, o dohledu v oblasti kapitálového trhu, o dluhopisech, cenných papírech, dále vybraná ustanovení Obchodního a Občanského zákoníku, na čímž vším ještě navíc stojí společná evropská regulace a závazky plynoucí z mezinárodních smluv.

Hlavním cílem nového zákona bylo v první řadě plně harmonizovat legislativu s právem evropských společenství a přiblížit českou právní úpravu systémům ostatních evropských zemí.<sup>32</sup> Za tímto účelem nový zákon upřesnil definici kolektivního investování. Vymezil, že základní formy fondu kolektivního investování jsou *investiční fond* (s právní subjektivitou) a *podílový fond* (bez právní subjektivity) a rozlišil je na dva základní typy. Fondy, které splňují požadavky směrnice 85/611/EHS, zákon nazval *standardními fondy* (v praxi běžně označované jako UCITS<sup>33</sup>), a ty, které tyto parametry nesplňují, byly nazvány *fondy speciální*. Standardní fondy jsou fondy otevřeného typu, které investují do převoditelných cenných papírů přijatých na veřejných trzích, dodržují zásady rozložení rizika a odkupují zpět podíly investorů. Tyto fondy mohou navíc využívat výhody tzv. *jednotné evropské licence* (častěji spíše nazýváno *evropský pas*), která jim umožňuje volně nabízet své podílové listy na celém území EU.<sup>34</sup> Co se týká fondů speciálních, zákon je vymezil podle typů majetku, do kterých mohou investovat. Vznikly tak fondy cenných papírů, rizikového kapitálu, nemovitostí, derivátů, zvláštního majetku, smíšený fond a fond fondů. Nový zákon musel kromě práva ES také zohlednit slučitelnost s mezinárodními smlouvami (Konvence o OECD a Všeobecné dohody o obchodu službami, která je součástí dohody o WTO).

Jak je zřejmé, příprava zcela nového zákona byl úkol, který musel koncepčně vyřešit celou oblast kolektivního investování, tudíž na řešení některých jednotlivostí a detailů pravděpodobně nebylo dostatek prostoru ani času. Jak napovídá Důvodová zpráva (2003), mnoho pozornosti se paragrafu o *speciálním fondu nemovitostí* nevěnovalo. Proto již v době přijetí zákona Parlamentem bylo jasné, že zákon v některých ohledech nevyhovuje a bude nutné připravit jeho další novelizaci, aby se odstranily jeho nedostatky. Jedním z problematických bodů byla samotná definice kolektivního investování jakožto „*shromáždování prostředků od veřejnosti... za účelem ...investování na principu rozložení rizika*“. Již předkladatel zákona si

<sup>32</sup> Důvodem pro sbližování naší legislativy je i fakt, že se do budoucna dá očekávat standardizace ostatních některých dalších nástrojů na úrovni EU, je tedy vhodné být na toto dopředu již připraven.

<sup>33</sup> UCITS je zkratkou termínu Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, česká zkratka SKIPCP se pro svou nesklonitelnost příliš nepoužívá

<sup>34</sup> V současné době je v ČR regulátorem registrována necelá třicítka českých standardních fondů (tudíž v režimu evropského pasu) a zahraničních fondů v režimu evropského pasu je skoro 1300. Z historických i praktických důvodů je také počet v ČR registrovaných speciálních otevřených fondů stále ještě vyšší než fondů standardních. Vzhledem k tomu, že se řada speciálních fondů nabízí pouze u nás a jedná se o zcela „standardní“ typy fondů, kterých je po Evropě nespočet, investičním společnostem, které je spravují, ani o jejich evropský pas nejde.

uvědomoval, že vymezení pojmu *veřejnost* může být v praxi problémem.<sup>35</sup> V oblasti kolektivního investování se totiž vyskytují různé typy investorů od jednotlivců až po instituce. Zákodárce proto obvykle vymezuje odlišná pravidla pro fondy určené různým typům investorů. Tvůrci českého zákona se rozhodli vyřešit tento problém omezením přístupu nejširší veřejnosti k některým produktům například minimálními objemy investice a některé typy speciálních fondů byly tak konstruovány spíše pro institucionální investory. Z fondů, které byly vyhodnoceny jako zvláště rizikové, se proto vyloučily drobní investoři. Tento osud potkal i speciální fond nemovitostí.

Návrh zákona, který byl předložen sněmovně, sice obsahoval ustanovení, že minimální investice do speciálního fondu nemovitostí (vymezen v §53) musí být 100 000 Kč, nakonec byl však schválen zákon s minimálním limitem 2 mil. Kč. Samotné vymezení speciálního fondu nemovitostí bylo velice obecné, v některých oblastech byly značné nedostatky (zejména oceňování majetku, činnost a odpovědnost depozitáře, nakládání s majetkem apod.) a důsledkem bylo, že se nový institut speciálního fondu nemovitostí v praxi neuchytil. Důkazem je, že žádný fond tohoto typu nebyl založen, i když se o to některé subjekty pokoušely. Pozitivním impulsem tohoto nefunkčního institutu bylo však zejména to, že se o něm začalo široce diskutovat a ze strany odborné veřejnosti začal být o fondy nemovitostí najednou veliký zájem. V médiích se zejména zdůrazňovala nutnost zpřístupnění fondů drobným investorům.

Další z významných změn, kterou ZKI přinesl, je stanovení základních principů pro výpočet úplaty za obhospodařování majetku fondu investiční společnosti. Úplaty za obhospodařování bylo dříve často zneužíváno k tzv. tunelování fondů, tvůrci zákona se však rozhodli velice podrobná pravidla vzhledem k vysoké konsolidaci sektoru a mezinárodní konkurenci uvolnit, a přesnější stanovování odměny se nechává na vymezení statutem.

Proč k vytvoření zákona došlo, bylo již zmíněno, je však za nutné doplnit, jaké byly další zdroje a východiska ZKI. Potřeba zákona vyšla z naší historické zkušenosti s (ne)fungováním trhu a nutnosti tuto oblast regulovat odpovídajícím způsobem. Je důležité si uvědomit, že ZKI již vznikal ve výrazně klidnější době, než tomu bylo v případě ZISIF. Konsolidovaný trh je jedním ze základních předpokladů bezproblémové aplikace zákona, bez něj by byl pouze mrtvou normou. V první polovině devadesátých let byla očekávání účastníků trhu založená na nejistých předpokladech, nízké vymahatelnosti práva, absenci zkušeností s fungováním kapitálového trhu a odborných nedostatcích, v roce 2004 už řada těchto problémů byla vyřešena. Hlavním zdrojem ZKI byla zejména společná evropská legislativa, která našim zákonodárcům usnadnila v mnoha

---

<sup>35</sup> V Důvodové zprávě k návrhu zákona je to zmíněno, zároveň však nebylo považováno za vhodné pojem *veřejnost* nějak definovat (například počtem osob).



ohledech práci, protože velká část zákona je v podstatě pouze aplikací komunitárních norem. Druhým zdrojem byla inspirace v legislativách jiných zemí.

Zatímco evropská legislativa je tvořena jako univerzální s ohledem na aplikaci do různých právních systémů, použití zákonů konkrétních zemí jako vzorů je podstatně složitější. Převzetí cizí legislativy a její „transplantování“ do vlastních podmínek nemusí nutně fungovat. Použití právních *transplantátů* naráží na mnohá úskalí. Jak tvrdí *Důvodová zpráva k návrhu novely ZKI* z roku 2005, pro přípravu první verze zákona byla pro speciální fondy jako vzor použita lucemburská právní úprava. Není však uvedeno, jakým způsobem. V lucemburské legislativě nejsou „ne-standardní“ fondy rozděleny podle typu aktiv, do kterých investují, jak tomu bylo u české úpravy, ale pouze na fondy typu OPC (podílový fond) a SICAV (investiční fond).<sup>36</sup> V lucemburském právu kolektivního investování není ani zmínka o nemovitostních fondech, jedná se tedy zjevně o omyl uvedený ve Zprávě, který se následovně objevuje v řadě jiných dokumentů a studií. Navíc je v lucemburském právu zvláštním zákonem upraveno kolektivní investování, které není určené pro veřejnost.<sup>37</sup> U původní úpravy speciálních fondů tedy není zcela jasné, do jaké míry se jedná o transplantát. Ať již byl vzor jakýkoliv, úprava speciálních fondů nemovitostí byla zcela nefunkční a bylo nutné ji významným způsobem novelizovat.

### **3.3 Novelizace ZKI – fond nemovitostí a fond kvalifikovaných investorů**

Již v době přijetí ZKI bylo jasné, že je nutné brzy připravit novelizaci, která vyřeší technicko-legislativní chyby první verze a zároveň dořeší některé koncepční otázky. Potřebu novelizace inicioval dozorový úřad (Komise pro cenné papíry)<sup>38</sup> společně se zástupci trhu reprezentovanými zejména Asociací fondů a asset managementu ČR<sup>39</sup> (Důvodová zpráva, 2005). Ze strany trhu byly požadovány zejména upřesnění speciálního fondu nemovitostí (SFN) a nová úprava fondů pro *kvalifikované investory*. Stávající úprava nemovitostních fondů byla totiž ve své přílišné obecnosti spíše restriktivní a bránila jakémukoli rozvoji těchto instrumentů.

---

<sup>36</sup> V Lucembursku je základní úpravou kolektivního investování zákonem z 30. března 1988 - Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif (Zákon o fondech kolektivního investování), který byl aktuálněji nahrazen zákonem Loi du 20 décembre 2002. Tento zákon má podobnou logiku jako legislativa česká, první část je věnována fondům typu OPCVM (UCITS, neboli standardní fondy) a druhá část fondům ostatním, ve kterých jsou definovány fondy typu OPC a SICAV, neboli obdoby našich podílových fondů a investičních fondů.

<sup>37</sup> Loi du 19 juillet 1991 concernant les OPC dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public (Zákon o podílových fondech, jejichž podílové listy nejsou určeny veřejné nabídce). Tento zákon byl aktuálně nahrazen novým zákonem Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés (Zákon o fondech specializovaného investování), který je samostatnou úpravou fondů, pro které máme v ČR obdobu v podobě fondu kvalifikovaných investorů.

<sup>38</sup> Komise pro cenné papíry přestala existovat k 1. 4. 2006 a její funkce převzala ČNB.

<sup>39</sup> UNIS se přejmenoval na Asociaci fondů a asset managementu ČR (AFAM).

První změnou v novele byla nová definice kolektivního investování, kdy bylo vypuštěn pojem veřejnost, který činil výkladové potíže, protože ZKI upravuje zároveň kolektivní investování pro drobné investory i investory institucionální, které lze pod pojem *veřejnost* zahrnout pouze s obtížemi. Kolektivním investováním se tedy myslí „*podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku*“. Vymezení přístupu veřejnosti je definováno pro jednotlivé typy fondů.<sup>40</sup>

Novelizace napravila i množství technických chyb zákona, příkladem lze uvést například velice zásadní ustanovení v §77, kdy v původním znění bylo, že „*investiční společnost nesmí ovládat jinou obchodní společnost*“, což v praxi pochopitelně bránilo reálnému fungování nemovitostních fondů. V České republice se ve velké míře neobchoduje s nemovitostmi přímo, ale předmětem transakcí se stávají účelové obchodní společnosti (takzvané *SPV*),<sup>41</sup> které nemovitosti drží ve svém majetku. Důvody jsou nejen daňové (tímto způsobem při transakci nevzniká povinnost platit daň z převodu nemovitostí), ale i praktické (zápisy do katastru nemovitostí a jiné administrativní úkony mohou být příliš zdlouhavé, navíc mohou být spojené s určitým stupněm právní nejistoty). V novele zákona již toto bylo upraveno a ustanovení je upraveno o výjimku, pokud „*se jedná o účast drženou na účet podílového fondu*“. Dalšími nedostatky zákona byly nejasné pasáže o úloze depozitáře (nebylo možné zajistit kontrolu nakládání s nemovitostí), leverage fondu bylo omezeno na pouhých 10% a vymezená množina aktiv, které mohl fond nabývat, byla neúplná.

Úpravy speciálního fondu nemovitostí vyšly z výsledků *Komparativní analýzy fungování nemovitostních fondů v zahraničí*, kterou zpracovala Komise pro cenné papíry. Závěrem analýzy bylo, že pro přípravu novelizace by se tvůrci zákona měli opřít o německou předlohu, protože Německo je zemí s dlouhou tradicí otevřených nemovitostních fondů a tyto fondy mají vysoký podíl na německém trhu kolektivního investování. Jako další faktor byla uvážena blízkost německého právního prostředí. Na druhou stranu se z německé zkušenosti čerpala i mnohá poučení, protože právě v SRN se některá opatření (například minimální podíl likvidních aktiv ve fondech) ukázala v posledních letech jako nedostatečná. Dalším hlavním závěrem analýzy bylo, že doporučuje pouze otevřenou formu investování, protože ta sice nepřevažuje v globálním

<sup>40</sup> Protože všechny standardní podílové fondy jsou určeny pro veřejnost, v §49 odst. 1 ZKI se pro speciální fondy vymezuje: „*Speciální fondy se dělí na fondy, které shromažďují peněžní prostředky od veřejnosti, a fondy, které shromažďují prostředky od kvalifikovaných investorů*.“ Zákon pak dále vyjmenovává, že fondy, které shromažďují prostředky od veřejnosti jsou speciální fond cenných papírů, speciální fond nemovitostí a speciální fond fondů.

<sup>41</sup> *Special purpose vehicle*, anebo společnost zvláštního určení, ale v praxi dominuje anglická zkratka SPV.

měřítka, ale z evropského hlediska se jedná o model převažující. Uzavřené nemovitostní fondy nebo fond nemovitostí v režimu investičního fondu nebyly doporučeny.

Jenže tvůrci Komparativní analýzy brali v potaz pouze fungující legislativu v evropských zemích, nikoli připravovanou. Vývoj v oblasti uzavřené formy investování do nemovitostí jde v současnosti v mnoha zemích dopředu tak rychle (zejména různé formy REITů), že se podíl uzavřených proti otevřeným fondům již možná brzy změní.

Komparativní analýza zkoumala svět nemovitostních fondů z následujících pohledů: kvantitativní komparace, historie, kvalita legislativy, ochrana investorů a zdanění. Jako východisko pro kvantitativní analýzu byly vybrány tři základní údaje: celkový objem aktiv v nemovitostních fondech, podíl nemovitostních fondů na celkovém trhu kolektivního investování a meziroční tempo růstu (poklesu) sektoru nemovitostních fondů. Na základě těchto kritérií bylo srovnáváno 10 evropských zemí doplněných o Japonsko, USA, Austrálii a Hong-Kong. Tyto země byly mezi sebou srovnány pomocí bodového systému, jehož logika však není zřejmá, metodologicky není o nic opřená a těžko může být považován jako nějaké objektivní kritérium poměrování.<sup>42</sup> Navíc v ní dochází k míchání ukazatelů absolutních a relativních (celkový objem aktiv proti podílu na trhu). Také u některých ukazatelů byl pominut faktor výchozí pozice. Mnohé země (např. Portugalsko) na počátku 90. let sektor nemovitostních fondů teprve vytvořily, ukazatele meziročních přírůstků, protože začínaly od nuly, jsou pochopitelně mnohem vyšší než u zemí s dlouhou tradicí, kde jsou přírůstky obvykle mírnější. Na základě této metody se v celkovém žebříčku umístil nejvýše model německý, ale při jiném nastavení bodování mohl výsledek vypadat zcela odlišně. Kvantitativní analýza na základě výsledků také doporučila zaměřit se na Austrálii, USA, Portugalsko a Japonsko. Tímto způsobem ze záběru analýzy zcela vypadly země jako například Nizozemí nebo Velká Británie, které patří k zemím s nejvyspělejšími kapitálovými trhy v EU a v poslední době v oblasti nemovitostních fondů významně pokročily. Závěry „kvantitativní“<sup>43</sup> analýzy jsou tedy poněkud diskutabilní. Z metodologického hlediska by bylo mnohem vhodnější nejdříve vymezit, jakým způsobem funguje český kapitálový trh a který směrem by se jeho vývoj měl ubírat, čeho by se mělo

<sup>42</sup> V rámci jednotlivých kategorií byly země „seřazeny“ do žebříčku od nejvyšší dosažené hodnoty k nejnižší a podle pořadí v žebříčku mu byly přiděleny body jako ve fotbalové soutěži. Tedy například USA se svým (s velkým odstupem) nejvyšším celkovým objemem aktiv dostalo za své první místo 14 bodů, zatímco Lucembursko s objemem nejnižším dostalo 2 body. Metodika tohoto postupu je však pochybná. Jak lze tímto způsobem poměřovat, když následující země dostaly shodně po 10 bodech za jiné kategorie: Austrálie za celkový objem aktiv, Švýcarsko za podíl nemovitostních fondů na trhu kolektivního investování a Japonsko za tempo růstu sektoru? Úloha váhy jednotlivých faktorů není Komparativní analýzou vůbec vysvětlena, tudíž dělat závěry na základě takto stanoveného pořadí může být hodně zavádějící. Autoři se sice pokoušeli o jisté korekce, kdy v případě větších rozdílů v absolutních číslech byl zvýšen i rozdíl v uděleném počtu bodů, ale opět není zřejmé, proč by body měly být udělovány právě podle použitého vzorce. Při jiném nastavení by výsledek této analýzy mohl být zcela odlišný.

<sup>43</sup> V tomto případě je přídomek kvantitativní spíše zavádějící označení.

dosáhnout a jaký je pro to zvolit nejvhodnější model. I přes zavádějící východiska se analýza (naštěstí) nejvíce zajímala o fungování německého modelu, což se v našich podmínkách zdá logické.

V Německu se nemovitostní fondy objevily již na konci padesátých let, ale období největšího růstu zaznamenaly zejména v posledních letech (jen mezi roky 2000 a 2003 se celkový objem aktiv ve fondech téměř zdvojnásobil), růst byl zčásti umožněn zejména uvolněním pravidel na investování fondů v zahraničí. V roce 2004 si však německé fondy prošly krizí, když po skandálu ve fondech Deka řada jiných fondů čelila problémům s likviditou, protože investoři začali z fondů houfně vystupovat. Později se sice ukázalo, že problémy Deka fondů byly ve skutečnosti menší, než se původně zdálo, stejně tento případ ukázal určité nedostatky německého systému.

Komparativní analýza se dále zaměřila zejména na ochranu investorů a pro tyto účely identifikovala čtyři klíčové faktory: úlohu depozitáře, oceňování, likviditu a ratingy. Vzhledem k tomu, že v naší minulosti mnohokrát došlo k poškození investorů kvůli absenci efektivní depozitářské kontroly, měl by se podle Analýzy na tuto oblast klást zvláštní důraz. Z portugalského a německého systému se Komise inspirovala v oblasti oceňování, kdy oceňování majetku ve fondu bylo svěřeno výboru znalců, který je na fondu nezávislý. Jako jednu z možností jak zvýšit transparentnost hodnoty aktiv Komise navrhla, že do nemovitostního fondu by se dala aktiva nakupovat pouze formou veřejné dražby. To je však s ohledem na českou praxi zcela nereálné, navíc implicitně by dražby tlačily výnosy fondů dolů.<sup>44</sup> Jako rozumnější požadavek je uvedeno, že do majetku fondu se mohou koupit pouze taková aktiva, u kterých lze očekávat pravidelný a dlouhodobý výnos (tzn. jejichž hodnota lze stanovit tzv. výnosovou metodou). Jako další možnost se podle Komise nabízí ocenění veřejným trhem, které probíhá u nemovitostních fondů kotovaných na veřejných burzách. Jenže jak dokazuje řada empirických studií, ocenění portfolia na veřejných trzích není zcela závislé na hodnotě aktiv v portfoliu a může být obchodováno s výrazným diskontem (např. v USA) nebo premií (např. ve Francii).

Co se týká likvidity, je nutné do zákona dát takové ustanovení, které na jednu stranu chrání investora a umožňuje mu dostatečnou likviditu jeho investice a na druhé straně chrání i fond. V SRN je možnost odkupů časově neomezená, investor může kdykoli požádat o zpětný odkup. Toto se v případě poškození důvěry trhu ve fondy ukázalo jako slabina německého systému, fondy se tak dostaly do závažných potíží. Měly sice možnost odkupy pozastavit, ale to se jim vzhledem k negativnímu signálu, který tím posílají trhu, zpočátku příliš nechtělo.

---

<sup>44</sup> Tento princip je v ekonomické literatuře velmi dobře znám jako *vítězovo prokletí* (*winner's curse*). Popsáno například ve Frank (1995).



Komise, aby zjistila preference českých investorů vůči formám nemovitostních fondů, oslovila domácí investiční společnosti dotazníkovým průzkumem. Na základě jejich odpovědí zjistila, že investorská veřejnost má převažující zájem o otevřené nemovitostní fondy nebo otevřené fondy nemovitostních fondů. Není však uvedeno, jak byly položeny otázky v dotazníku a kolik subjektů bylo osloveno. Navíc, výsledek musí být zákonitě zkreslen, protože české investiční společnosti se zabývají převážně správou otevřených podílových fondů a otázka veřejně obchodovatelných fondů typu REIT je mimo jejich záběr. Průzkum by měl vyšší vypovídací hodnotu, pokud by mezi dotazované byly zahrnuty i společnosti zabývající se investičním bankovníctvím, obchodníci s cennými papíry nebo nemovitostní společnosti, které by potenciálně o uzavřenou formu investování mohly mít zájem. Dvě ze čtyř realizovaných primárních emisí na pražské burze byly společnostmi, které investují do nemovitostí a o jejich akcie je vysoký zájem, což svědčí o tom, že by možná o fondy typu REIT byl na pražské burze zájem. Navíc se o vstupu dalších nemovitostních společností na BCPP neustále spekuluje.<sup>45</sup>

Další významnou změnou v novele ZKI bylo kromě dopracování speciálního fondu nemovitostí zrušení čtyř druhů speciálních fondů,<sup>46</sup> které nebyly určeny pro veřejnost a nahrazení těchto *fondem kvalifikovaných investorů* (FKvI), který má získávat prostředky pouze od omezeného kruhu osob. Fond kvalifikovaných investorů může mít dvě základní formy: investiční fond nebo podílový fond. Investiční fond se vyznačuje tím, že se jedná o obchodní korporaci, která má právní subjektivitu. Podílový fond na druhou stranu právní subjektivitu nemá, je tudíž pouze „*souborem majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů*“. FKvI může mít formu otevřenou i uzavřenou. Pro FKvI zákon stanovuje, že musí být založen na dobu určitou. Toto ustanovení se setkalo mezi odbornou veřejností s kritikou a jeho změna je součástí diskuse o nové úpravě ZKI.

Vymezení pojmu *kvalifikovaný investor* je v §56, ve kterém je výčet osob, které se mohou kvalifikovat jako tento typ investora. Ve výčtu se nacházejí subjekty, které jsou běžně nazývány institucionálními investory (banka, investiční fond, penzijní fond, nadace, pojišťovna atd.), ale navíc se v případě kvalifikovaného investora může jednat také o „*právníckou nebo fyzickou osobu, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry*“. Vymezení kvalifikovaného investora je tedy široké a umožní přístup i drobnějším investorům, ať již firmám nebo fyzickým osobám, které mají dostatek kapitálu pro investice do tohoto typu fondu. Investiční politika se nechává zcela na fondu a musí splňovat pouze obecné ustanovení o

<sup>45</sup> Například v rozhovoru v HN ze dne 6. března 2007 Petr Koblíček, ředitel BCPP, hovoří o zájmu dalších nemovitostních společností na burzu a dokonce o vytvoření indexu nemovitostních společností. Společnosti, o kterých se spekuluje, jsou Sekyra Group, CTP Invest nebo Lighthouse Group.

<sup>46</sup> Fond rizikového kapitálu, speciální fond derivátů, speciální fond zvláštního majetku a speciální fond smíšený.

kolektivnosti investování<sup>47</sup> a diverzifikování rizika. V případě tohoto institutu se jednalo o novinku i na evropské úrovni, protože v jiných legislativách se u fondů určených pro veřejnost myslelo pouze na institucionální investory, běžným obchodním společností nebo jednotlivcům nebyl přístup k těmto nástrojům umožněn prakticky nikde.

Poprvé se termín *kvalifikovaný investor* objevil v evropské směrnici 2003/71/ES o prospektu.<sup>48</sup> Tato směrnice definuje kvalifikovaného investora podobným způsobem, jako úprava v ZKI, pouze v poněkud užší podobě. Patří mezi ně institucionální investoři, velké firmy, státní organizace a pokud to stát umožní, mezi kvalifikované investory mohou být za určitých podmínek zahrnuty i malé firmy nebo fyzické osoby. Směrnice o prospektu však hovoří o případech, kdy dochází k veřejné nabídce akcií nebo jejich přijetí k obchodování na burze, na fondy ji nelze aplikovat.

Další zemí, která přijala institut kvalifikovaných investorů, je Lucembursko. V zákoně o fondech rizikového kapitálu (SICAR) z roku 2004 a v novém zákoně o speciálních fondech přijatém v únoru 2007, který upravuje oblast kolektivního investování pro subjekty vstupující do rizikovějších investic, se hovoří o *poučených investorech*.<sup>49</sup> Po těchto typech investorů se vyžaduje minimální investice ve výši 125.000 eur nebo certifikát vydaný bankou nebo investiční společností, který potvrzuje jejich zkušenost s daným typem investování. Pro účely tohoto zákona jsou investoři rozděleni do tří skupin: institucionální, profesionální a poučení.

Novela ZKI byla přijata již v květnu 2006, přesto však trvalo velice dlouho, než byl ČNB povolen první nemovitostní fond. Proč tomu tak bylo? Příčin je více. V první řadě je to konflikt se Zákonem o bankách, který českým bankám neumožňuje kontrolovat obchodní společnost, která působí mimo sféru služeb na kapitálovém trhu, v případě nemovitostních fondů se jedná právě o nemovitostní společnosti. Tento problém bude pravděpodobně řešen nikoli novelou samotného zákona o bankách, ale pomocí tzv. *jezdce*. Změna, která bankám umožní přes jimi ovládané investiční společnosti ovládat nemovitostní společnosti, byla vložena do návrhu tzv. zákona o kapitálové přiměřenosti<sup>50</sup> (aplikace procesu „Basel II“), který v současné době projednává Parlament. Nesystémovost tohoto kroku je pochopitelně sporná, v tomto případě se však jedná o zákony blízké. Navíc, vyloučení možnosti ovládat nefinanční instituce je v Zákoně

---

<sup>47</sup> Fond nesmí být založen pro jedinou osobu.

<sup>48</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování.

<sup>49</sup> *investisseurs avertis* – francouzský výraz „*averti*“ má však silnější význam než „*poučený*“, přesnější překlad tohoto slova je „dobře poučený“ nebo „dobře informovaný“. *Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés* (Zákon o speciálních fondech)

<sup>50</sup> Zákon o změně některých zákonů v souvislosti se stanovením kapitálových požadavků na banky, spořitelny a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a na instituce elektronických peněz – sněmovní tisk 94/2007.

o bankách zejména z historických důvodů. V zahraničí toto vyloučení neexistuje, české banky jsou proti zahraničním v tomto ustanovení diskriminovány.

Dalším důvodem, proč se zakládání nemovitostních fondů stále oddalovalo, byly výkladové problémy ZKI. Pro regulátora trhu se jedná o zcela novou problematiku, se kterou nemá žádné zkušenosti, proto ČNB k této problematice přistupuje velice opatrně. Trvalo několik měsíců, než byl vydán tzv. *zlatý list*, neboli *Úřední sdělení ČNB k některým otázkám kolektivního investování*<sup>51</sup>, který ozřejmil některé výkladové nejasnosti. Mezi přijetím novely ZKI a vydáním tohoto sdělení však uběhlo skoro 8 měsíců! V neposlední řadě se mezi problémy řadí i určité technické nedostatky aktuálního znění ZKI, které by měla opravit následující technická novelizace. Těmito problémy se však zabývá řada odborných skupin, setkání a konferencí, bylo by zbytečné v rámci této práce se těmito podrobnostmi zabývat.

V tomto směru je nutné pozitivně hodnotit odbornou spolupráci mezi regulátorem a zástupci trhu. Trh prostřednictvím profesních organizací a sdružení jako AFAM nebo AKÁT přímo komunikuje s institucemi, které jsou za přípravu legislativních norem a tržní dozor zodpovědné. Spolupráce je jak na přípravě zákonů, tak i prováděcích předpisů, jak tomu bylo například i v případě „zlatého listu“. Mezi pracovní verzí a finální verzí této vyhlášky je významný posun a toho bylo bezesporu dosaženo i díky zpětné vazbě ze strany zástupců trhu. Na druhou stranu je nutné se ptát, zda-li nemůže docházet k podceňování otázek ochrany investorů, protože organizace jako AFAM zastupují zejména zájmy svých členů, kteří jsou subjekty podnikajícími na kapitálovém trhu. V odborné diskusi totiž obecnou investorskou veřejnost nikdo nezastupuje a tato role je přenechávána státu a ČNB. Jenže stát si je naštěstí dobře vědom naší negativní zkušenosti s nedostatečnou ochranou drobných investorů v době transformace. V některých ohledech je proto pozice státu velice opatrná, o čemž svědčí i první verze ZKI, kdy byla veřejnost z přístupu ke speciálnímu fondu nemovitostí prakticky vyloučena.

---

<sup>51</sup> ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze dne 12. ledna 2007*. Věstník ČNB, částka 3/2007 ze dne 19. ledna 2007

## 4. Principy fungování nemovitostních fondů v ČR

Proč se investuje kolektivním způsobem? Jaké je jeho opodstatnění? Co kolektivní investování přináší a s jakými nedostatky se potýká? Jaké jsou důvody pro existenci kolektivního investování z makroekonomického hlediska? Jaké jsou společenské přínosy? Na kolektivní investování se lze dívat bezpochyby z mnoha pohledů, dvě hlavní roviny jsou ekonomická a právní. V následující kapitole se pokusím shrnout, jaké má parametry současná česká legislativa, jaké je její opodstatnění a jaký je obecně kontext kolektivního investování v národním hospodářství. V úvodu a v předchozích dvou kapitolách jsem se již o mnohých výhodách a nevýhodách kolektivního investování zmínil, jednalo se však o přínosy a rizika na úrovni investora, následující řádky by je měli dále rozvinout a doplnit.

V teorii (např. Mamaysky a Spiegel, 2002) se jako důvody pro „obchodování“ mezi investory uvádí dva hlavní důvody: i) investoři mají nestejně soubory informací, a ii) investoři chtějí mezi sebou sdílet některá rizika. Proto se část investorů částečně vzdává kontroly nad investovanými prostředky ve prospěch asset managerů, protože ti jsou potenciálně „dobře informovanými“ agenty. Podle této logiky investoři hledají nejlepší manažery nebo takové typy kontraktů, které jim zajišťují optimální výnos jejich investice v poměru k riziku. Fondy jsou subjekty, které nabízí investiční strategie. V tomto světle je investiční strategie fondu určena nikoli fondem nebo jeho manažery, ale determinována jeho investory, kteří výběrem fondu projevují své preference. Protože množina možných realizovatelných strategií je větší než počet aktiv, počet reálně existujících fondů může překročit počet aktiv, které jsou na trzích obchodovány (k tomu skutečně dochází v USA, kdy na trhu je více *mutual funds*, než obchodovatelných akcií<sup>52</sup>). Na nemovitostních trzích je množství potenciálně realizovatelných strategií také vysoké, jejich realizace však naráží na praktické fungování trhů – omezení jsou kapacitní (na trhu je oproti cenným papírům jen malé omezené množství obchodovatelných nemovitostí) a nákladové (vysoké jednotkové a transakční náklady).

Důsledkem optimalizace nákladů je i vznik skupin fondů (*fund families*, *umbrella funds*)<sup>53</sup>, které využívají sdílených informací ze společných zdrojů. Důvodem pro vznik nového fondu v rámci jedné skupiny je pak podle Mamayskyho a Spiegelů nalezení nové strategie, jak využít stávající informace novým způsobem. Empirická data dokazují, že výsledky jednotlivých

<sup>52</sup> Mamaysky a Spiegel (2002) uvádějí, že v USA připadá na osm veřejně obchodovatelných akcií zhruba 11 fondů.

<sup>53</sup> „Slovník“ Evropské komise používá i výraz *fund chain*, což je v českých verzích dokumentů překládáno jako *řetězce fondů*.



fondů v rámci skupiny jsou na sebe více korelovány, než fondy v náhodném výběru.<sup>54</sup> Můžeme tedy očekávat v českém případě, že nemovitostní fondy budou vznikat především v rámci stávajících skupin fondů. Již kromě zmíněných úspor ze sdílených znalostí mohou nové fondy využívat výhod zavedené obchodní značky a sdílení nákladů na distribuci a marketing. Zde mají skupiny fondů napojené na velké bankovní domy další podstatnou výhodu a to, že budou mít snazší přístup k informacím o nemovitostním trhu, protože banky mají pravděpodobně nejúplnější informace o vývoji cen (díky poskytování úvěrů a hypoték). Banky tyto informace navíc získávají levně, protože klienti v případě žádosti o úvěr hradí náklady na jejich získávání.<sup>55</sup>

Význam kolektivního investování na úrovni individuálních investorů (drobných i institucionálních) jsme v předchozích částech textu již uspokojivě popsali. Je to také hledisko nejdůležitější, jak tomu odpovídá i úprava národních i nadnárodních legislativ. Není to však hledisko jediné. Významné dopady má kolektivní investování i na kapitálové trhy a ekonomiku jako takovou. V první řadě je to zvyšování efektivity kapitálových trhů a s rostoucím podílem sektoru se zvyšuje jeho kladný vliv na výkon ekonomiky, hospodářský růst, inflaci a distribuci příjmů (OECD, 2005). Má také dopad na schopnost přizpůsobení se technologickému pokroku, strukturálním změnám a stárnutí populace. Posun k vyššímu podílu kolektivního investování znamená odklon od, v našem prostředí tradičnějšího, financování prostřednictvím bankovního úvěru k finančnímu zprostředkování. Rozvoj sektoru je však bytostně závislý na zdravém institucionálním, legislativním a regulatorním rámci.

V neposlední řadě je na rozvoji trhu kolektivního investování zainteresován stát. Ten v první řadě zajišťuje legislativní rámec, bez kterého reálně kolektivní investování nemůže existovat. Veřejní činitelé mají zájem zejména na finanční stabilitě. Česká republika, která si v období transformace prošla značně turbulentním vývojem, má enormní zájem na stabilitě kapitálových trhů. Transformační přešlapy měli na svědomí náklady na úrovni jednotlivců, ale i na úrovni veřejných rozpočtů (což přeneseně opět znamená náklady na úrovni daňových poplatníků). V současné době má společnost před sebou ještě další výzvu a tou je stárnutí populace. Tato strukturální změna, která bude mít hluboké dopady v různých sférách ekonomiky, bude mít z pohledu státu dopad zejména na systém penzijního zabezpečení. V tomto ohledu nabízí kolektivní investování způsob, jak (spolu)zajistit druhý a třetí pilíř důchodového financování. Integrovat lépe kolektivní investování do penzijního systému je výzvou. Zatímco v ČR se v rámci přípravy nové legislativy KI jeho možnosti v oblasti důchodového spoření ani

<sup>54</sup> Jak však dále Mamaysky a Spiegel dokazují, vznik nových fondů paradoxně zvyšuje volatilitu cen akcií.

<sup>55</sup> Jak však naznačuje mnoho indicií, české banky však těchto informací zatím neumí plně využívat.



neuvážovaly, na evropské a mezinárodní úrovni již debata na toto téma probíhá. O důležitosti KI pro penzijní systém hovoří *Bílá kniha OECD o řízení fondů kolektivního investování* (OECD, 2005) i *Bílá kniha Evropské komise o zlepšení jednotného tržního rámce pro investiční fondy* (EK, 2006).<sup>56</sup> Evropská komise již založila pracovní skupiny, které se zabývají přípravou legislativy upravující nové penzijní produkty, které do sebe dále kombinují i nástroje kolektivního investování. Prioritou státu má být v první řadě ochrana investorů, ale dalším zájmem státu jako ekonomického agenta jsou i daňové výnosy. Většina států se uchyluje k poskytování různých daňových zvýhodnění sektoru KI, aby podpořily jeho rozvoj.

S rozvojem kolektivního investování roste jeho důležitost i na mezinárodní úrovni. Pro nás je nejdůležitější postup ekonomické integrace na úrovni EU. Působení EU v sektoru KI se datuje od roku 1985, kdy Komise přijala směrnici 85/611/EHS. Ta poskytla impuls pro rozvoj v zemích, ve kterých bylo KI prakticky nepřítomné a i pro ČR později znamenala tato směrnice základní legislativní zdroj. Rozšíření působnosti KI na evropské úrovni má pozitivní dopady zejména na investory. Nejenže se dále zvyšuje celková efektivita systému a lépe se alokují zdroje, investoři profitují ze zvýšené konkurence, širší nabídky produktů, vyšší úspory z rozsahu, což má agregovaně pozitivní vliv na výnosy. Přínosy jsou ale i na úrovni reálné ekonomiky. Jak ukazuje Giannetti a kol. (2002), plná integrace finančních trhů v zemích EU bude mít v oblasti zpracovatelského průmyslu pozitivní dopady zejména na malé a střední firmy. Zatímco velké firmy již mají dobrý přístup ke zdrojům, produktům a službám a hranice již pro ně nejsou překážkou při získávání těchto služeb, malé a střední firmy jsou v přístupu k finančnímu trhu omezeny ve větší míře na lokální sektor finančních služeb a zprostředkování. Zatímco pro institucionální investory a velké korporace existuje široké škála možností (pokud nejsou omezeny legislativně, jak je tomu například u penzijních fondů), pro menší subjekty (lokální developery nebo stavební firmy), je přístup k financování relativně omezenější.<sup>57</sup> Větší podíl zprostředkování má podíl i na zvyšování stability bankovního sektoru. Jak argumentuje např.

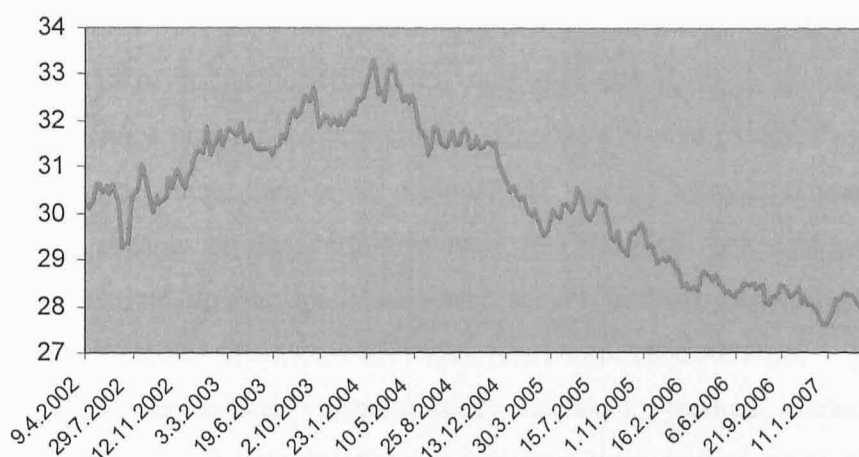
---

<sup>56</sup> Zde bohužel musím podotknout, že česká verze (s nejvyšší pravděpodobností byla přeložena z verze anglické, i když v důsledku se jedná pouze o různé jazykové varianty jednoho oficiálního dokumentu) je otřesným příkladem špatného překladu. Předkladatel se zjevně v terminologii kolektivního investování a kapitálových trhů příliš neorientoval, ale dokonce špatně přeložil i číselné údaje. V české verzi na jednom místě čteme, že celková aktiva spravovaná evropskými fondy přesahují 8 triliónů eur, realita je však o tři řády nižší. Překladatel totiž nezvládl ani elementární překlad z *trillion* na *bilión*. Naštěstí se však nejedná o dokument legislativní.

<sup>57</sup> Pro tuto oblast byl v rámci této práce proveden drobný „průzkum“ (jeho reprezentativnost však není po metodologické stránce úplná, s ohledem na rychle měnící se nabídku fondů by detailní zkoumání bylo zbytečné, protože závěry by byly platné pouze dočasně), jaký je přístup drobných investorů k nemovitostním fondům v ČR. Na základě oslovení několika brokerských zprostředkovatelů a článků v médiích zaměřených na investování bylo zjištěno, že možnost investovat do libovolného nemovitostního fondu je skoro nulová. Nabídka se víceméně omezuje na akciové fondy nemovitostních společností, které se od skutečných nemovitostních fondů značně liší. Akciových nemovitostních fondů je nabízeno kolem desítky, možnosti českých investorů na diverzifikaci portfolia pomocí nemovitostí jsou tedy značně omezené.

Zhu (2002), zvýšená sekuritizace nemovitostních aktiv je jedním z vysvětlení absence nemovitostního cyklu od poslední recese v komerčních nemovitostech na počátku 90. let. Protože riziko plynoucí z nemovitostí je nyní rozdělené mezi větší škálu investorů, vystavení bank vůči riziku nerovnováhy na trhu nemovitostí se snížilo. Podobnou otázku si klade i Heyer a kol. (2005), kteří zkoumají, jestli se na francouzském trhu nemovitostí nafukuje spekulativní bublina a jaký dopad to může mít na bankovní sektor. Riziko vyhodnocují jako velice nízké.

Z pohledu investora se nabízí další otázka, jaký význam má pro investora národní rozměr, tzn. kde má daňový domicil fond, správce, nebo depozitář. V roce 2005 byl podíl přeshraničních prodejů fondů na úrovni 66% celkových čistých příjmů sektoru. To je důsledkem zejména toho, že velká část UCITS fondů je registrována v Lucembursku nebo Irsku a díky *pasu* jsou volně nabízeny na celém území EU. Jaké je pak opodstatnění existence českých fondů kolektivního investování? V první řadě jsou to důvody historické, protože možnosti investovat do fondů registrovaných v zahraničí se teprve rozvíjí a české fondy byly na trhu dříve. V další řadě je to existence vlastní měny.



Graf 1: Vývoj kursu Kč/Eur za posledních 5 let (zdroj: kurzy.cz)

Investice v cizí měně rozšiřuje škálu rizik, kterým se investor vystavuje, o riziko měnové. Eurové investice českým investorům v poslední době vzhledem ke kursovému vývoji vynášely méně, protože od roku 2004 koruna stabilně posiluje. Systematické zajišťování proti kursovému riziku na úrovni drobných investorů příliš předpokládat nemůžeme. Je proto logické, že nabídka fondů denominovaných v české koruně je domácím investorům z mnoha důvodů bližší. Jenže se vstupem ČR do eurozóny kursové riziko odpadne a pro investory „národní“ rozměr jejich investování zcela přestane zajímat (alespoň ve vztahu k euru). Za jakých podmínek pak bude efektivní, aby existovaly fondy registrované v ČR?

Následující kapitoly se budou zabírat jednotlivými aspekty nepřímého investování do nemovitostí v kontextu ZKI. Jak ale naznačily předchozí odstavce, není snadné určit, jakým způsobem je třeba se na problematiku dívat. Jakou metodologii zvolit pro analýzu legislativy? Úhel pohledu regulátora nebo zákonodárce je odlišný od pohledu investorů či účastníků trhu, kteří poskytují služby asset managementu. Do jakých logických celků problematiku rozdělit? Následující podkapitoly jsou proto rozděleny na tři hlavní části. První část se zabývá obecnými principy trhu KI, další se zabývá subjekty, které na trhu KI působí a třetí zkoumá pravidla a principy, na základě kterých tyto subjekty fungují. Tyto otázky pak budou jednotlivě řešeny z různých úhlů pohledů, jak je načrtl předchozí text.

## ***4.1 Obecné principy fungování nemovitostních fondů***

### **4.1.1 Regulace a dohled nad sektorem kolektivního investování**

Není snadné nalézt přesvědčivou odpověď na otázku, zda-li je nutná existence dozoru nad finančním trhem, či spíše do jaké míry je nutné trh regulovat a kde jsou limity činnosti tržního dozoru. V široké obci ekonomů na toto téma existují velice rozporná stanoviska. Někteří přínos dozoru vidí jako značně pochybný, jiní zase argumentují, že je naopak výše dnešní supervize nedostatečná. I přes mnohá protichůdná stanoviska obecně převládá shoda, že dozor existovat musí. Jako argument nám může posloužit, že všechny vyspělé ekonomiky nějakou podobu dozorového orgánu nad finančními trhy mají. Stejně to platí i pro segment kapitálového trhu, kterým je kolektivní investování. V některých zemích je dozor nad celým trhem a jeho složkami v kompetenci jediné instituce, v některých jsou kompetence oddělené.

Ve vyspělých ekonomikách víceméně nikdy nedošlo k výrazným krizím kolektivního investování a fondy se stávají stále důležitějším správcem aktiv, a proto by se mohlo zdát, že mechanismy regulace jsou adekvátní a obecná důvěra v trh je vysoká. Hlavním impulsem za rozvojem legislativy proto je, že se na trhu se vytvářejí nové produkty a že mezinárodní toky kapitálu neustále zesilují. Český sektor KI ale prošel zcela odlišným vývojem. Podnětem k rozvoji sektoru byly potřeby transformační a navíc si prošel významnou krizí. To v určitých ohledech determinuje odlišný přístup regulátora, tvůrců legislativy i investorů.

Musílek (2003) shrnuje, že hlavními důvody pro regulaci finančních trhů je informační asymetrie, omezování negativních externalit, bránění nelegálním obchodům, aktivní role v podpoře transparentnosti, zabezpečení důvěryhodnosti trhu a ochrana investorů. Podle OECD je prioritami dozoru a regulace kolektivního investování ochrana zájmu investorů a zvyšování důvěry v sektor kolektivního investování. Protože stále více investic v sektoru KI probíhá na

mezinárodní úrovni, cílem mezinárodní (v našem případě rozumějme zejména evropské) regulace by měla být podpora rovnocennosti regulatorního rámce, aby byly eliminovány překážky investování mezi státy a aby ochrana investorů byla adekvátně zajištěna i u investic bez ohledu na domicil. Jak se shoduje pozice OECD, Evropské komise i českých institucí podílejících se na tvorbě legislativy, hlavní cíl dozoru a regulace je na prvním místě ochrana investora. Jak ale například upozorňují někteří, (Kubíček, 2003) tento cíl je příliš úzký a obecně by mělo být účelem regulace maximálně efektivní alokace aktiv. I když to v dokumentech EK nikde přímo explicitně není, strategie Komise k tomuto cíli bezpochyby směřuje. V českém případě je to opačné, český přístup je více utilitární, věnuje se jednotlivostem a praktickým požadavkům a dlouhodobé koncepční potřeby spíše neřeší.

Je logické, že česká legislativa musí skutečně v první řadě klást důraz na ochranu investorů a stabilitu sektoru, protože riziko negativních externalit je u nás vyšší. Důvěra domácností ve fondy je u nás nízká, proto lze předpokládat, že čeští investoři jsou citlivější na negativní informace. Důsledky možnosti, že se jeden hráč na trhu či skupina aktérů budou chovat nepoctivě, by u nás byly podstatně hlubší a poškození důvěry veřejnosti by bylo výraznější. Jediný subjekt může svojí činností způsobit výrazné škody ostatním investorům i účastníkům trhu, a proto jsou v tomto směru jsou fondy více než kde jinde rukojmími jeden druhému. Pravděpodobnost, že se něco podobného stane, můžeme vnímat jako nízkou, protože sektor KI byl extrémně konsolidován a dominují v něm zejména fondy napojené na velké bankovní ústavy, které mají zvýšený zájem na své reputaci a nehrozí u nich riziko, že budou mít zájem na jednokolových hrách. Přesto však zůstává riziko individuálního selhání, proto je vhodné, aby regulátor měl výrazný vliv na výběr vedoucích osob z hlediska jejich profesionality, kvalifikace i osobní integrity.

Stále nám zůstává zodpovědět otázku, jakým způsobem kolektivní investování regulovat a jak dozorovat. Regulací v tomto směru rozumíme tvorbu pravidel a dozorem činnost, která kontroluje a vyžaduje jejich dodržování. Podle různých autorů (OECD, 2005, Thompson a Choi, 2001), regulace má tři základní roviny: i) státní regulace, ii) samoregulace, a iii) regulace tržními silami. Státní regulace má podobu zákonných norem a institucí, které jsou zodpovědné za jejich plnění. Samoregulace má obvykle podobu asociací sdružujících subjekty, které na trhu působí, a členství v těchto sdruženích je vázané na dodržování norem jdoucích nad rámec legislativy. Regulace tržními silami znamená, jak se projevují preference investorů či jakým způsobem reagují investoři na informace poskytované fondy.

Z pohledu státu jsou hlavní priority ve stabilitě sektoru, protože investoři mohou mít požadavky na kompenzace případných ztrát. Z pohledu investorů je na jedné straně důležitým



prvkem stabilita, důvěryhodnost a transparentnost, na druhé straně se zajímají o poměr výnosu a rizika. Výše výnosů je mimo jiné ovlivněna náklady, které plynou z existence zákonných požadavků, legislativních bariér, které brání efektivnější správě aktiv, nebo také z absence regulace. Z hlediska fondů je důležité, aby jim legislativa umožnila efektivní fungování a nepůsobila jim zbytečné náklady. Zároveň mají fondy zájem na existenci účinné regulace a dohledu, které minimalizuje pravděpodobnost negativních externalit.

Jak vyjmenovává Havel (2004), požadavky na tržní dozor jsou ve dvou rovinách: i) nezávislost, a ii) odpovědnost. Mezi ekonomy převažuje názor, že dozorové instituce by měly být na politice nezávislé, avšak optimální model nezávislosti neexistuje. V určitých rovinách, zejména otázkách personálních, je tlak politiky a výkonné moci na činnosti dozoru neutuchající a podléhá politickému cyklu. Havel se domnívá, že způsob jmenování představitelů dozorových institucí by měl být individuální, tedy že jmenování má na starosti jediná osoba. Další rovinou je financování činnosti dozoru. Nelze zapomenout na to, že regulátor musí mít pro správné plnění své funkce dostatek kvalifikovaných a kompetentních úředníků, s adekvátním průběžným vzděláváním a odměnami, což může být v našich podmínkách vzhledem k platovým rozdílům ve státní a soukromé sféře problém. V rovině odpovědnosti je hlavní váha na vedoucích osobách dozorového orgánu, ale za chyby v poslední instanci zodpovídá státní rozpočet.

V ČR má kompetence dozoru nad sektorem kolektivního investování Česká národní banka, která tyto pravomoci převzala od Komise pro cenné papíry, která zanikla v roce 2006. Konsolidací dozoru pod jediný orgán se sice vyřešily některé problémy nebo se určité procesy zefektivnily, přineslo to však problémy nové. Potenciálně přesunem dozorových kompetencí vznikl nový konflikt zájmů. Hlavním úkolem ČNB je sledovat monetární oblast, oblast dozoru nad trhem je v pořadí až druhá. Zde je otázkou, jestli nemůže být monetární cíl v některých případech upřednostněn před potřebami kolektivního investování. Pokud zde tento problém je, nebude mít příliš dlouhé trvání, protože k jeho utlumení dojde při vstupu do monetární unie, kdy banka ztratí část své monetární role ve prospěch ECB. Na druhou stranu existuje i konflikt interní, protože Banka má na starosti přezkum vlastních rozhodnutí. Když ČNB vydá rozhodnutí, proti kterému se účastník trhu (fond, investiční společnost) odvolá, v případě přezkumu se tím v poslední instanci zabývá bankovní rada, i když je sama za prvotní rozhodnutí zodpovědná.

Jedním z hledisek regulace, které není příliš často zdůrazňováno, je, že úroveň regulace by měla být úměrná tomu, do jaké míry se jedná o produkt pro neznalé investory či pro investory „profesionální“. Zde se jedná zejména o odlišný přístup ke speciálnímu fondu nemovitostí, který je určen pro nejširší investorskou veřejnost, a pro fond kvalifikovaných investorů, který je určen pouze malé skupině obeznámených osob. Jak plyne z postupu ČNB po přijetí novely ZKI, Banka



se k problému postavila velice opatrně a z jejích kroků je znát určitá nejistota (rozhovory: Bajgar, 2006; Hanzlík, 2006). I když postup ČNB pro zájemce o zakládání nemovitostních fondů znamená zvýšené náklady, zejména časové, zvýšená opatrnost ČNB a konzervativní přístup je na místě, protože škála rizik plynoucích z investic do nemovitostí je mnohem vyšší než u běžných aktiv. Nejistota ČNB plyne i přímo ze ZKI, protože v určitých ohledech má banka s výkladem zákona problémy. Nejcitlivější částí se zdá být otázka fondu kvalifikovaných investorů, jehož smyslem je, aby byl minimálně regulován, ze zákona to ale není vždy zřejmé. Také kvůli udržování kredibility, která je pro ČNB tak důležitá, se Banka chce vyhnout jakýmkoli přehmatům. Proto, dokud bude mít ČNB vysokou měnovou odpovědnost, její role v oblasti supervize kapitálových bude vždy extrémně konzervativní. ČNB svou opatrnost sníží, až když jí to zákony výslovně umožní.

Druhou složkou regulace sektoru je samoregulace. V našem případě byl vznik samoregulační instituce (UNIS)<sup>58</sup> reakcí části investičních fondů na nedostatečnou regulaci na úrovni národní legislativy. UNIS se bezpochyby podílel na konsolidaci sektoru a zvýšení důvěry veřejnosti. Jeho činnost však v sobě skrývá určité problémy a potencionální konflikty zájmu. V první řadě je to klasický problém tzv. černého pasažéra. V případě existence samoregulačního orgánu, který vyžaduje určité dodržování pravidel nad rámec daný legislativou, subjekty mimo tato sdružení profitují z celkové vyšší reputace sektoru (Sedláček, 2004). Zároveň se může jednat i o problém interní. Člen sdružení, který porušuje pravidla a zároveň se skrývá pod ochrannými křídly zdání vyšší regulace, může „vydírat“ ostatní členy sdružení, protože případné disciplinární řízení či dokonce vyloučení může mít negativní dopad i na ostatní členy. Sedláček doplňuje, že další možné problémy se samoregulací mohou být, že dodatečné náklady samoregulace mohou být restriktivní, nebo že samoregulační instituce si bude „uzurpovat“ regulační funkce na úkor hlavního regulátora trhu. Podle OECD i jiných je účinná samoregulace stejně důležitá jako regulace státní. Pro ČNB je otázkou, kde má vytyčit hranice mezi regulací a samoregulací. Holmann (2003)<sup>59</sup> navrhuje, aby byly stanoveny standardy pro chování samoregulačních organizací. Jakým způsobem se toho má dosáhnout by mělo být ponecháno organizacím samotným, například na úrovni mezinárodních struktur.

Posledním problémem regulace zůstává, že jak poznamenává například Havel (2004): *„ekonomové, právníci i široká veřejnost požadují po finančním dozoru často to, co dozor poskytovat nemůže, a naopak nevnímají dostatečně to, co dozor poskytovat má.“* Legislativní

<sup>58</sup> Unie investičních společnosti byla v ČR založena v roce 1996 za účelem rozvoje kolektivní investování a ochrany investorů. Podmínkou členství v UNISu bylo dodržování pravidel, které nebyly vyžadovány zákonem, ale interními kodexy.

<sup>59</sup> V současné době člen bankovní rady ČNB.

rámec a správně fungující dozor jsou základem ochrany investorů a správného fungování trhu, ale je nutné bezpodmínečně chápat, že se nejedná o záruku bezchybného chodu systému. Legislativní rámec není systémem, který má minimalizovat nebo eliminovat ztráty plynoucí z rizika investování, pouze jim má dávat kvalitní pravidla hry. Regulace kolektivního investování není předmětem tak přísné kontroly jako je tomu u bank, pojišťoven nebo penzijních fondů. Bohužel v tomto směru jsou političtí zástupci náchylní k podlehnutí tlaku ze strany investorů, v případě že dojde k nějakým problémům a jsou požadovány finanční kompenzace ztrát z veřejných rozpočtů. Proto je důležité, aby se regulátor podílel na zvyšování finanční gramotnosti široké veřejnosti, aby riziko morálního hazardu bylo co nejvíce eliminováno.

#### 4.1.2. Vlastnická a jiná práva investorů, ručení a kolektivní investování

Mezi klasickou investicí (přímou) a nepřímou investicí je ve vlastnických právech značný rozdíl. Mezi „běžným“ vlastnickým právem charakterizovaným právy *usus*, *usus fructus* a *abusus* a právy vlastníka podílu v investičním nebo podílovém fondu není mnoho společných charakteristik. Pro podílníka je důležité, že odpovídá za závazky fondu pouze do výše svého podílu. Navíc, závazky investiční společnosti, která podílníkům majetek spravuje, jsou od tohoto majetku odděleny. Důležitý aspekt vlastnických práv k nemovitostem v České republice je, že nejsou kontraktuální, ale vlastnický titul je dán jeho zanesením do Katastru nemovitostí. Přesto však současná úprava vlastnických práv neznamená, že vlastníkem nemovitosti je „ten, kdo je zapsán“ v katastru, nýbrž je to pouze informace o tom, že určitá osoba je jako vlastník evidována. Tento údaj může být relativně snadno změněn, pokud se prokáže opak. V tomto případě právníci upozorňují na neuspokojivou ochranu institutu „dobré víry“ v zápisy provedené v katastru, což snižuje právní jistotu investorů a zvyšuje náklady.<sup>60</sup> Podílník nemovitostního fondu je vlastníkem majetku podle výše svého podílu. Tato informace však zůstává vůči okolnímu světu skryta. Je-li třeba, aby se někde evidovali údaje o vlastnících (katastr nemovitostí), nahrazují se údaje o podílnících jménem podílového fondu. Tento požadavek je pochopitelný, administrace takového úkolu by nebyla technicky možná. Evidenci podílníků vede pouze investiční společnost spravující fond.

Dalším právem vlastníka, které se váže na vlastnictví podílu v obchodní společnosti, je vliv na *corporate governance*. V případě podílových fondů, protože se jedná o entitu bez právní subjektivity, však nemá vlastník co ovlivňovat. Investiční společnost, která spravuje majetek na

<sup>60</sup> Princip ochrany dobré víry znamená, že nabyvatel nemovitosti, pokud vychází ze zápisu v katastru nemovitostí při její koupi, je do budoucna chráněn, jako kdyby nemovitost nabyl od skutečného vlastníka.

jeho účet, je v tomto směru na investorovi nezávislá. Podílníkova vlastnická práva jsou dále omezena tím, že nemůže požadovat rozdělení majetku ve fondu. U principu *usus fructus*, který se u obchodních společností projevuje obvykle podílem na zisku vypláceném prostřednictvím dividend, se podílník nemovitostního fondu pravděpodobně ničeho nedočká. Lze předpokládat, že fondy budou zakládány jako růstové (rekapitalizační), tzn. že ve statutu budou mít stanoveno, že zisky budou reinvestovány. Investorovi zbývá v podstatě jediná možnost a to je exit, který je realizací práva *abusus*. U otevřených podílových fondů má vlastník právo odkupu vlastního podílu investiční společností na jeho žádost. U SFN je maximální lhůta, ve které je povinný odkup proveden, stanovena na 6 měsíců, odkupování však může být pozastaveno až na dva roky. U uzavřených fondu nebo investičních fondů (případ FKvI) je exit z investice možné realizovat pouze tím, že investor najde kupce pro svůj podíl, nebo musí vyčkat, až fondu vyprší doba, na kterou je založen a vejde do likvidace.

I když vlastnická práva podílníků jsou výrazným způsobem omezena, na druhou stranu je investor kompenzován jinými právy. Jsou to zejména právo na: i) kompetentní správu aktiv, ii) správné oceňování aktiv, iii) ochrana proti podvodu a konfliktu zájmů, iv) nezávislost aktiv na stavu jejich správce, poradců a depozitáře, v) právo na informaci, vi) rovnocenný přístup s ostatními investory bez ohledu na výši investice. U posledního zmíněného však existuje určitá výjimka ve stanovování poplatků za vstup a výstup z investice, které podle výšky investovaných prostředků mohou klesat. Tato nerovnost mezi investory je ospravedlnitelná díky tomu, že náklady na administraci úkonu souvisejícího se nákupem nebo prodejem podílu jsou nezávislé na výšce investice. Poplatky za vstup a výstup však nejsou jediné. Investor platí za celou škálu služeb (zejména za správu majetku, dále služby depozitáře apod.). Poplatky významně ovlivňují čistý výnos z investice a investoři nemají příliš možnost určit, zda-li jsou odůvodnitelné a v jakých relacích se pohybují u jiných typů investic. Proto je vhodné, aby byl podporován jednotný standard v prezentování a struktuře poplatků, aby si je investoři mohli snadno srovnávat.

#### **4.1.3 Zmocnění a struktury corporate governance**

Celý sektor kolektivního investování se vyznačuje komplexními vztahy zmocnění (*agency*), asymetrií informací a tržního postavení. Tento problém je dále umocňován tím, že oblast nemovitostních fondů je v různých legislativách řešena odlišně, což náklady ještě zvyšuje, pokud chce investor umístit své prostředky v různých „destinacích“. Vlastnická práva jsou rozptýlena mezi nekompaktní množinu investorů, což omezuje efektivní možnosti správy, jak je tomu u běžných korporací. Jak se zmiňuje *Bílá kniha OECD* (OECD, 2005), i ti nejsostifikovanější investoři se mají tendenci zaměřovat pouze na jejich relativní výkon fondů,

riziky, náklady a systémem governance se však již příliš nezabývají. U drobných investorů tyto kapacity ani nemůžeme předpokládat. To je důvodem, proč struktury řízení musí být kvalitně řešeny na úrovni legislativy a stranám se nenechává přílišná smluvní volnost.

Jedním z hlavních požadavků na *corporate governance* fondů je, že pro všechny skupiny investorů musí být stejný přístup v ochraně jejich práv, přičemž systém musí být nastaven tak, aby vycházel z ochrany nejmenších investorů. Vzhledem k tomu, že si regulátoři uvědomují limity vlastního působení a dozoru nad trhem, s postupem času se klade vyšší a vyšší důraz na interní *governance* fondů – kvalitu, profesionalitu a integritu řídicích osob, systémy řízení rizika, samoregulaci apod. Proto jsou do výběru osob zapojeny nejen dozor, ale i zainteresované strany jako depozitář a nebo se zákonem předepisují orgány nezávislé na fondu. Protože investoři mají na činnost a postupy investiční společnosti nebo jiných osob pověřených smlouvou o obhospodařování minimální vliv, zákon pro řízení fondu stanovuje, že: „... *fond musí používat postupy, které mu umožňují kdykoliv sledovat míru rizika pozic a jejich vliv na celkové riziko spojené s investováním.*“

Nastavení struktury *governance* musí předcházet možným selháním. U nemovitostních fondů se jedná zejména o konflikt zájmů (mezi prodávajícím a kupujícím, kontrola a supervize, vztah depozitář-fond, konflikt zájmů mezi ovládanými a ovládajícími osobami) a oceňování aktiv. Jako klíčový nástroj pro efektivní systém *governance* fondů se považují informační povinnosti. Uspokojivé režimy zveřejňování informací (*disclosure*) již existují díky pokroku, kterého bylo dosaženo u fondů UCITS.<sup>61</sup> Musíme si uvědomit, že konfliktu zájmu nejsou vystaveni pouze investiční společnost (či investiční fond) a depozitář (v případě, kdy je fond majetkově na depozitáře napojen), ale i další osoby, které poskytují služby sektoru kolektivního investování – audit, oceňování, poradci, distributoři. Proto je důležité, aby se důraz na kvalitu a profesionalitu kladl i v dalších sektorech podpůrných služeb.

## **4.2 Subjekty trhu kolektivního investování**

Některé subjekty trhu kolektivního investování jsme si již představili v kapitole o vývoji legislativy v České republice, následující řádky se zaměří na subjekty, které nebyly ještě dostatečně analyzovány, nebo na další důležité charakteristiky fondů, o kterých jsme ještě nehovořili.

---

<sup>61</sup> I když jednou z oblastí, o které se v současné době hodně diskutuje, je zjednodušený prospekt. Její stávající řešení není z pohledu trhu ani investorů uspokojivé a Evropská komise klade své krátkodobé priority mimo jiné do zdokonalení zjednodušeného prospektu.



### 4.2.1 Investiční společnost

Účelem investiční společnosti (IS) je vytvářet a obhospodařovat podílové fondy. Vztah mezi fondy a IS je upraven na základě smlouvy o obhospodařování (§ 17 ZKI). Kromě mnoha povinností, které vyplývají z logiky o obhospodařování majetku, má investiční společnost na starosti zejména „*vytváření a zabezpečení obchodní strategie fondu kolektivního investování*“. Odměna za obhospodařování je stanovena v § 18, kdy se v obecné rovině uvádí, že úplata se určuje na základě průměrné hodnoty aktiv, podílem z hospodářského výsledku nebo na základě meziročního zhodnocení. Konkrétní pravidla úplaty jsou stanovena statutem. Na činnost IS se klade požadavek odborné péče, čímž se rozumí „*jednání kvalifikované, čestné, odpovědné*“ a zejména „*v nejlepším zájmu akcionářů nebo podílníků*“.

Minimální vlastní kapitál v době založení investiční společnosti musí být minimálně 125 000 eur. V době činnosti IS musí její minimální vlastní jmění být ve výši jedné čtvrtiny jejích správních nákladů a jedné čtvrtiny odpisů DHM. Při zakládání investiční společnosti se klade velký důraz na kvalifikaci vedoucích osob i osob, které mají ve společnosti kvalifikovanou účast, tak aby bylo zajištěno „*vhodné, zdravé a obezřetné vedení*“. §72 doplňuje, že se u vedoucích osob musí jednat o osoby důvěryhodné, odborně způsobilé a které mají dostatečné zkušenosti s investováním do majetku, na které je zaměřena činnost fondu spravovaného IS.<sup>62</sup> Proto vedoucí osoby IS musí mít zkušenosti s oblastí kolektivního investování i investováním do nemovitostí. To však neznamená, že by každá vedoucí osoba měla splňovat oba požadavky zároveň, regulátor pouze vyžaduje, aby mezi vedoucími osobami byly zastoupeny obě „*kvalifikace*“. V našich podmínkách by totiž bylo velice obtížné takové osoby hledat, které by v sobě spojovaly všechny kvalifikační požadavky. Dále, aby se bránilo možnému konfliktu zájmů, zákon vyjmenovává, že vedoucí osoby nesmí mít vztah jako vedoucí osoba nebo zaměstnanec u investičních zprostředkovatelů, obchodníků s cennými papíry, penzijního fondu, banky nebo u jiné investiční společnosti nebo fondu.

### 4.2.2 Depozitář

Depozitáři fondu kolektivního investování se věnuje čtvrtá část ZKI. Zákon stanovuje, že depozitářem může být pouze banka, a to buď domácí nebo pobočka zahraniční banky (která však musí mít povolení ČNB k vykonávání činnosti depozitáře)<sup>63</sup>. Mezi hlavní činnosti depozitáře patří zajištění „*úschovy majetku fondu, nebo pokud to povaha věci vylučuje, jeho jiné*

<sup>62</sup> Pravidlo platí i pro osoby působící v investičním fondu.

<sup>63</sup> O rozšíření „evropského pasu“ i na investiční společnosti a depozitáře se na unijní úrovni živě diskutuje a bude bezpochyby jedním z dalších kroků směrem k vyšší integraci kapitálových trhů Unie. Až bude tento režim zaveden, lze očekávat podstatné zvýšení konkurence ze strany zahraničních subjektů poskytujících tyto služby.



*opatrování*". Tento článek se v kontextu nemovitostí stal stěžejním, protože banky si nebyly zcela jisté, jakým způsobem tuto roli mohou plnit v souladu se zákonem. Kontrola nakládání s nemovitým majetkem je pochopitelně mnohem složitější než v případě cenných papírů. V paragrafu je dále uveden výčet ostatních činností, kdy hlavní roli hraje slovo *kontroluje*. K činnosti depozitáře se pak váže vyhláška, která jednotlivé body upřesňuje.

Kromě povinností depozitáře jsou stanoveny i povinnosti fondu směrem k depozitáři, mezi které patří informační povinnosti při nakládání s majetkem. V případě, že fond zamýšlí koupit nebo prodat nemovitost, tak o tomto záměru musí depozitáře předem informovat. Dále před samotným uzavřením kupní smlouvy musí předat ocenění a v průběhu držení této věci musí předávat depozitáři i nová ocenění. Vzhledem k určitému stupni obecnosti všech zmiňovaných paragrafů, protože jejich vyšší úplnost by byla spíše kontraproduktivní, bude velice záležet na vývoji praxe a jak se k vykonávání depozitářské činnosti bude stavět regulátor. Na depozitáře je totiž kladena vysoká odpovědnost vůči podílníkům v případě porušení jeho povinností, proto se dá očekávat, že než depozitáři získají zkušenosti s kontrolou nemovitostních fondů, jejich pozice bude také extrémně opatrná.

#### 4.2.3 Podílový fond a investiční fond

Jak definuje ZKI: „*Podílový fond je souborem majetku, který náleží všem vlastníkům podílových listů podílového fondu a to v poměru podle vlastněných podílových listů. Podílový fond není právnickou osobou.*“ (§6, odst. 2). Zastupování a činnost podílového fondu je zajišťována investiční společností. Na druhou stranu *investiční fond* (IF) je právnickou osobou (§4, odst. 1). Není to však běžná korporace. Co IF výrazně odlišuje od jiných obchodních společností, je fakt, že podmínkou investičního fondu je založení na dobu určitou.

V části ZKI věnované speciálnímu fondu nemovitostí zákon taxativně vymezuje, že: „*speciální fond nemovitostí může mít pouze formu otevřeného podílového fondu*“ (§53, odst. 1), tudíž není povolena ani forma uzavřená nebo forma investičního fondu. Pro FKvI není v zákoně vymezeno, jakou formu má mít, tudíž jsou možné všechny tři možnosti: UPF, OPF i IF. Pro FKvI se pouze stanovuje, že (§56, odst. 5): „*cenné papíry vydávané ... fondem ... nesmějí být veřejně nabízeny ani propagovány.*“ Tudíž je, prozatím, vyloučeno umístění na burzu.

Vlastní kapitál investičního fondu, který nemá smlouvu o obhospodařování, v době jeho založení musí činit minimálně 300 000 eur. Do jednoho roku od udělení povolení k činnosti musí jeho vlastní jmění činit minimálně 50 mil. Kč.<sup>64</sup> Základní kapitál může být splacen pouze

<sup>64</sup> Není zjevné, proč pravidla ZKI hovoří někdy o limitech v eurech, někdy o korunách. U těchto dvou zmiňovaných limitů je zajímavé, že se nachází v odstavcích jdoucích přímo za sebou.

peněžitými vklady. U tohoto pravidla zazněl výrazný požadavek ze strany zástupců trhu, že velmi stojí o to, aby bylo možné základní kapitál splácet i nepeněžitě, zejména vložení nemovitostí. ČNB ve svém úředním sdělení potvrdila, že podle stávající verze ZKI to možné není.

#### 4.2.4 Otevřený a uzavřený podílový fond

Základními rozdíly mezi uzavřenými a otevřenými podílovými fondy (UPF a OPF) jsou ve vydávání a odkupování podílových listů a dobou, na kterou jsou fondy vytvořeny. U otevřeného fondu funguje základní princip neustálého vydávání a odkupování podílových listů, u uzavřených fondů podílník o odkup svého podílu požádat nemůže. Dále jsou otevřené fondy možné zakládat na dobu neurčitou, zatímco uzavřené podílové fondy, stejně jako investiční fondy, lze zakládat pouze na dobu určitou. U uzavřeného fondu však v likvidaci může dojít k jeho „otevření“, tzn. k přeměně na fond otevřený.

#### 4.2.5 Speciální fond nemovitostí

Účelem speciálního fondu nemovitostí je, že investuje do nemovitostí nebo do účastí v nemovitostních společnostech. Nemovitostní společnost pro tyto účely se myslí společnost, jejíž předmětem podnikání je pořizování nemovitostí, provozování nemovitostí nebo převod vlastnického práva k nemovitostem. Zákodárce má v případě *nemovitostní společnosti* na mysli tzv. SPV (společnosti zvláštního určení), které jsou zakládány k tomu, že jejich jediným účelem je pouze vlastnictví určité nemovitosti. Případ, kdy fond bude kupovat přímo nemovitosti, je v českých podmínkách velice nepravděpodobný. Z daňových i administrativních důvodů je většina transakcí s nemovitostmi v ČR prováděna jako *share deal*, tedy převod vlastnického práva k nemovitostní společnosti, nikoli jako *asset deal*, kdy se převádí vlastnické právo k nemovitosti. ZKI však paradoxně věnuje více pozornosti *asset dealu* než *share dealu*.

ZKI doplňuje, že nemovitostní společnost ve smyslu ZKI nesmí investovat do nemovitostí mimo území státu, kde má sídlo, musí investovat výhradně do nemovitostí, nesmí vlastnit více než 3 nemovitosti a nesmí mít účast v jiné společnosti. Ustanovení o maximálním počtu nemovitostí může v praxi způsobit problémy. ZKI sice na jiném místě stanoví, že pro účely zákona se nemovitosti s propojeným ekonomickým využitím pokládají za jednu nemovitost. Stanovování propojeného ekonomického využití může činit určité problémy, například u bytových projektů nebo souborů oddělených budov ve společném administrativním komplexu. Zároveň ustanovení o tom, že nemovitostní společnost nesmí mít účast v jiné společnosti, může být také zbytečně omezující. Vylučuje to totiž případ, kdy SPV vlastněné

fondem, získá účast v jiném SPV, aby se s ním následně sloučilo a spojilo tak soubor nemovitostí do jediné účelové společnosti. Bylo by vhodné, aby ZKI z praktických důvodů umožňoval určité výjimky.

SFN může nabývat nemovitosti za účelem jejich dalšího prodeje nebo provozování s tím, že taková nemovitost musí nést pravidelný a dlouhodobý výnos (a tudíž je možné její cenu stanovit výnosovou metodou). Fondu je umožněno, aby nemovitost, kterou nabývá, byla zatížena zástavním právem, pokud s tím souhlasí depozitář. Další, v oblasti realit zcela běžné operace, jako zatížení věcným břemenem, předkupním právem apod., jsou také umožněny, opět je ale nutné mít k těmto úkonům souhlas depozitáře. Fondy dále mohou, pokud to mají stanoveny ve statutu, pořizovat nemovitosti v zahraničí za určitých podmínek, z kterých je poněkud nejasná podmínka, že na území takového státu nesmí existovat zákonná omezení pro převod nemovitostí.

Pro složení portfolia SFN jsou nastavena následující pravidla. Hodnota jediné nemovitosti nesmí v době jejího pořízení překročit 20% hodnoty portfolia, celková hodnota nemovitostí neocenitelných výnosovou metodou nesmí překročit 25% hodnoty portfolia. Nemovitosti vlastněné SPV jsou v těchto výpočtech zahrnuty stejně jako nemovitosti vlastněné bez prostřednictví SPV. Pokud fond tyto limity překročí o více než 10%, má tři roky na to, aby rozložil svůj majetek podle limitů ZKI. Fond také nesmí pořizovat nemovitosti z majetku svého správce nebo depozitáře. Toto ustanovení se však dá relativně snadno obejít přes třetí osobu, která nemovitost koupí, aby jí pak následně fondu prodala. Smyslem tohoto ustanovení je omezit střetu zájmů, aby byly investoři chráněni proti morálnímu hazardu ze strany správce či depozitáře, ekonomické zdůvodnění zde však chybí. U nákupu nemovitostí tak jako tak hraje hlavní roli její nezávislé ocenění, nikoli původ prodejce. Vzhledem k tomu, že zejména banky jsou vlastníkem velikých portfolií nemovitostí, mohly by být zajímavým zdrojem produktů vhodných k investici. Kromě nezávislého ocenění je ve fondu další kontrolní mechanismus v podobě výboru odborníků a také nesmíme zapomenout, že depozitář i IS jsou vázání odpovědností vůči podílníkům. Proto je omezení nákupu nemovitostí od spřízněných osob spíše kontraproduktivní. Dále nejsou vhodné ani limity vyjádřené v procentech, respektive časově, do kterých je třeba uvést stav na požadovanou úroveň. Vhodnější by bylo je na některých místech zákona nahradit ustanoveními, že při překročení limitů IS oznámí regulátorovi, do kdy a jak uvede stav na úroveň stanovených limitů.

#### **4.2.6 Speciální fond kvalifikovaných investorů**

Jak již bylo vysvětleno, kvalifikovaným investorem se může stát prakticky jakákoli osoba. Okruh investorů, pro které je FKvI určen, stanovuje statut. Maximální počet podílníků je 100

(ČNB může udělit výjimku) s tím, že výše minimální investice je 1 mil. Kč. Jednou z důležitých otázek je, jestli je možné, aby měl FKvI pouze jediného investora. Jak upřesňuje *Úřední sdělení ČNB*, ta možnost tu je, i když jen za určitých podmínek (nemusí se podařit získat více investorů, či investoři z fondu odejdou apod.). Možnost založit FKvI pro jediného investora tu ale není.

Neveřejnost tohoto typu fondu je stanovena dále tím, že cenné papíry vydávané FKvI nesmí být veřejně nabízeny ani propagovány (s výjimkou, že při zakládání fondu může být uveřejněna propagační upoutávka). Nejdůležitějším ustanovením u FKvI je, že druhy majetku, limity pro rozložení rizika a pravidla pro přijímání a poskytování úvěrů si fond stanoví sám. Přesto, jak upřesňuje ČNB, stále je pro tento majetek nutno dodržovat principy rozkládání rizika. Na FKvI se vztahují snížené informační povinnosti, ČNB musí zasílat pouze shrnující údaje. Zákon je v případě FKvI opravdu stručný a nechává velkou volnost pro utváření podoby fondu.

Hypotetická možnost, že „nekvalifikovaní“ investoři vstoupí do FKvI nepřímo přes speciální fond fondů (SFF), je zákonem explicitně vyloučena v §55, odst. 2, kde je stanoveno, že SFF nesmí investovat do cenných papírů vydaných fondem, který není určený pro veřejnost.

### **4.3 Fungování nemovitostních fondů**

#### **4.3.1 Informační povinnosti**

Informační povinnosti nelze vidět pouze v optice požadavků ze strany regulátora, ale také jako důležitého faktoru rozvoje celého sektoru. Technologické inovace v oblasti přenosu informací (Internet, televize, specializovaný tisk) prokazatelně přispěly k rozvoji oboru. Snižují informační náklady na získávání informací a výrazně urychlují i jejich přenos. Kromě toho, že snadnější poskytování a získávání zvyšuje konkurenci, zmiňovaná média jsou i novým distribučním kanálem (online brokeři atd.). Internet také usnadnil výměnu informací mezi investory samotnými. Není výjimkou, že investoři diskutují na specializovaných diskusních fórech a předávají si znalosti a zkušenosti s různými typy investic. Levnější a rychlejší informace také zvyšují transparentnost celého trhu.

Veřejnou nabídku podílových listů PF nebo akcií IF blíže upravuje kromě ZKI i *Vyhláška o statutu*. Základními náležitostmi veřejné nabídky jsou upozornění, že „*návratnost investice není zaručena*“ a také, že „*minulé výnosy nejsou zárukou budoucích výnosů*“. Tato varování musí být doplněna o informaci, že každá investice je riziková a konkrétní riziko spojené s investováním do nemovitostí musí být blíže popsáno. Hlavními informačními povinnostmi fondu jsou statut, zjednodušený statut, stanovy, výroční zprávy a pololetní zprávy.



Statut je pro investora nejdůležitějším dokumentem, protože v něm je stanoveno, jakým způsobem fond investuje, vysvětluje rizika spojená s investicí a také stanovuje poplatky (za vstup a výstup z investice, poplatky depozitáři, investiční společnosti apod.). Důležitou pojistkou z pohledu investorů je, že změna statutu musí být schválena ČNB. Statut je však dokumentem, který je mnohým investorům nepřístupný svojí úplností, přílišnou odborností a informacemi, které nejsou přímo důležité pro investory, ale pro regulátora. Proto byla na úrovni EU přijata legislativa, která zavedla institut zjednodušeného statutu (*simplified prospectus*), který přejala i naše legislativa.

Hlavním účelem zjednodušeného statutu je, aby investoři byly srozumitelně a pokud možno stručně poučeni o investici a jejích rizicích, aby ji mohli posoudit a informovaně se rozhodnout. Jenže v mnoha ohledech zjednodušený statut nesplnil očekávání a mezi prioritami EK stanovenými v Bílé knize (EK, 2006) je jeho zdokonalení, tak aby byl tím, čím být má.

Bylo by však naivní předpokládat, že každý investor přistupuje ke své investici zodpovědně a před svým rozhodnutím si prostuduje i takové minimum, kterým je zjednodušený statut. Zároveň většina investorů není o investici informována přímo, ale přes různé prostředníky – distributory, finanční poradce apod. To je v našem případě skutečným neuralgickým bodem sektoru, spíše než samotné fungování fondů pracujících pod drobnohledem regulátora.

Finanční poradenství a zprostředkování je oborem, který má u nás také velmi krátkou historii a který je podstatně méně regulován. V současné době je poradenství volnou živností. Na zprostředkovatelích vězí značné nároky odborné i etické, protože jsou vystaveni značnému konfliktu zájmu. Je nutné předpokládat, že část finančních poradců může postupovat nikoli v zájmu klienta, ale v zájmu vlastním. Mohou to činit nejen zamlčováním nebo zkreslováním důležitých informací, nebo svá doporučení klientovi mohou řídit na základě provizí a odměn, které za distribuci získá, nikoli tím, co je pro klienta výhodnější. Proto je důležité, aby se nejen kladl důraz na vzdělávání veřejnosti, ale také na zkvalitňování sektoru poskytování finančního poradenství. Dalším argumentem, proč je nutné na tuto oblast skutečně klást důraz, je, že distribuce fondů představuje největší nákladovou položku v sektoru KI – např. ve Francii, která má distribuční náklady oproti jiným zemím na relativně nízké úrovni, jsou náklady distribuce odhadovány ve výši 46 % celkových nákladů (EK, 2006.) Finanční poradenství by mělo v blízké době projít značnou změnou. Česká republika bude aplikovat směrnici MiFID (Směrnice o trhu finančních nástrojů) a důsledkem toho má finanční poradenství přejít mezi hlavní investiční služby. Institut finančního zprostředkovatele by byl zrušen a nahrazen institucí tzv. *vázaného agenta*. O této problematice však zatím probíhá diskuze na úrovni MF, ČNB a profesních asociací a není jasné, jakým způsobem bude MiFID implementován.



### 4.3.2 Oceňování neboli stanovení hodnoty majetku

Důvodová zpráva k novele ZKI označila oceňování za stěžejní a zároveň nejrizikovější činnost fondu. Oceňování není jen otázkou, která zajímá investory konkrétního fondu nebo regulátora. Nesprávné nebo dokonce manipulované ocenění může mít za následek, jak tomu bylo v německém případě, poškození důvěry a „run“ na fondy. I když mají české fondy možnost pozastavit odkupy, každopádně by to mělo důsledky na důvěru v celý sektor.

Cena, která se u nemovitostí zjišťuje, se nazývá cenou *sjednanou*.<sup>65</sup> Pro účely stanovení hodnoty nemovitého majetku v portfoliu je možné využít, jak to předepisuje zákon, dvě základní metody. Metodu srovnávací u nemovitostí, které nenesou žádný pravidelný výnos v podobě nájmu, tedy například pozemky, a metodu výnosovou u nemovitostí, kde jsou příjmy z nájmu. Podle ZKI se výnosovou metodou rozumí: „*metoda stanovení reálné hodnoty nemovitosti na základě udržitelného výnosu z nájemného po odečtení nákladů na správu nemovitosti a uvažovaného rizika ztráty z nájemného*“. Tento způsob oceňování, který vychází z metody diskontovaného cash-flow,<sup>66</sup> cenu získává diskontováním součtu budoucích čistých příjmů na současnou hodnotu. U nemovitostí se ale neuvažuje exit z investice, cash-flow se počítá jako *perpetuita*.

U nemovitostí, kdy je ocenění založeno na metodě porovnávací, se cena odhadované věci srovnává s cenou věci podobné nebo obdobné, u které je známa její realizovaná cena. Tato metoda v našich podmínkách naráží na značná informační omezení. V praxi se totiž spíše než realizované ceny využívá srovnávání v realitní inzerci.

Oceňování dalšími metodami, jako například nákladovou, která se často užívá pro oceňování nemovitostí, pro účely nemovitostních fondů nelze využít (více o tématu oceňování např. Bradáč, 2006). V České republice se obecně oceňování upravuje zákonem č. 151/1997 Sb. oceňování majetku a jeho novelizací 121/2001 Sb. Zákon umožňuje provádět oceňování dvou skupinám subjektů: soudním znalcům a odhadcům majetku. Úlohou soudních znalců je zjišťování ceny pro účely veřejnoprávní, nemovitostních fondů se týká pouze činnost odhadců. Činnost odhadce je založena na živnostenském zákoně a zákoně o oceňování. Jedná se o činnost koncesovanou, odhadci jsou sdruženi v České komoře odhadců majetku.<sup>67</sup>

Oceňování majetku fondů primárně upravuje ZKI, který je doplňován vyhláškou č. 270/2004 Sb. o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu. U SFN je zákonem předepsáno, že nemovitosti, které chce prodat nebo pořídit, musí být oceněny dvěma nezávislými

<sup>65</sup> Ekvivalent s cenou tržní, nebo také obvyklou či obecnou.

<sup>66</sup> DCF - Discounted cash-flows. O této metodě se v některé literatuře hovoří také jako o příjmově kapitalizační.

<sup>67</sup> ČKOM je členem mezinárodních organizací IVSC (International Valuation Standards Committee) a TEGoVA (The European Group of Valuers Associations).

znalci (§ 53e, odst. 1). Jednoho znalce určuje investiční společnost, druhého depozitář. Pro nabývání (§ 53b, odst. 1) platí, že fond nesmí pořídit nemovitost, jehož cena je vyšší o více než 10%, než je nižší ze dvou posudků. Pro prodej platí, že nesmí být uskutečněn za cenu, která je nižší o více než 10%, než je vyšší ze dvou znaleckých odhadů. Toto ustanovení je možné překročit, pokud fond „*doloží depozitáři ekonomické zdůvodnění*“ takové operace a ten s ní bude souhlasit. Je možné, že překročení limitů u akvizic nemovitostí se v praxi může stát problémem, obzvláště v současné době, kdy je na trhu vzhledem k vysoké poptávce nedostatek vhodných nemovitostí. Depozitář může být potenciálně postaven před problém, kdy místo své kontrolní funkce bude muset rozhodovat o uskutečnění investice fondu. To může být ale značný problém. Tím se totiž přesune zodpovědnost asset-managerů na depozitáře, což odporuje smyslu depozitáře. Účel tohoto ustanovení je pochopitelný. Jde o to, aby fond nenakupoval příliš drahé či neprodával příliš levně, což by v důsledku mohlo poškodit investory. Je však otázkou, zda-li je správné, aby o tom rozhodoval depozitář tímto způsobem. Jakou má depozitář motivaci, aby takovou operaci schválil? Depozitář z toho nemá žádný, či spíše minimální ekonomický prospěch, protože je placen na základě hodnoty celého portfolia a to se v okamžiku transakce příliš nezmění. Místo likvidních prostředků bude v portfoliu nemovitost ve stejné hodnotě. Odměna depozitáře bude tudíž stejná. Z takové operace depozitáři plynou pouze rizika, vyplývající z jeho odpovědnosti vůči investorům (§ 23, odst. 12).

Hodnotu nemovitostí v portfoliu, ze kterých se vypočítává hodnota podílového listu, však nestanovují externí odhadci, ale institut zavedený zákonem jako *výbor odborníků* (§ 53f).<sup>68</sup> Výbor odborníků je orgánem investiční společnosti, která SFN obhospodařuje. Výbor je nejméně tříčlenný, přičemž počet členů musí být vždy lichý. Jeden z jeho členů je určen depozitářem. Funkční období člena výboru nesmí být delší než tři roky. Aby se předešlo konfliktu zájmu, člen výboru musí být osobou nezávislou. Po odborné stránce se musí jednat o osobu, která má odbornou kvalifikaci a zkušenost s oceňováním nemovitostí. Na členy výbory se klade požadavek odborné péče. Člen výboru také odpovídá IS, depozitáři i podílníkům za škodu způsobenou jeho povinnostmi.

Úkolem výboru odborníků je sledování hodnot nemovitostí a účastí fondu v nemovitostních společnostech. Jednou ročně výbor tyto hodnoty „*stanovuje*“. Pro tyto účely výbor vychází z pořizovacích cen nebo posledních ocenění aktiv. To znamená, že fond nemusí nechat přeceňovat (ale může) svá aktiva v držení odborným znalcem, tuto činnost vykonává výbor odborníků. Ocenění nezávislým odhadcem je nutná pouze v případě prodeje nebo nákupu.

<sup>68</sup> U tohoto institutu se česká úprava inspirovala v portugalské a německé právní úpravě.

Jedním z obecných problémů oceňování nemovitého majetku, jak ukazují mnohá empirická měření (např. Bender, Hoesli a Gaud, 2000, Maurer, Rainer, 2004), je, že ceny nemovitostí v portfoliích nemovitostních fondů mají tendenci být „vyhlazené“ a spíše „opatrné“. Českým problémem, který je společný všem zemím SVE, je, že ceny nemovitostí jsou u nás jen málo transparentní. Ceny realizovaných transakcí bývají také zveřejňovány pouze velmi selektivně a sporadicky.

Je otázkou, jejíž zodpovězení by však šlo nad rámec této práce, jestli v České republice existují kvalitní a obecně praktikované oceňovací standardy. Na trhu je činných mnoho individuálních odhadců i zastoupení nadnárodních firem, které se oceňováním zabývají. Činnost odhadce je v mnohých ohledech založena na jeho subjektivitě – například pokud jde o zvolení diskontní míry, volatility měnových kurzů, očekávané obsazenosti apod. Nadnárodní firmy však svoji metodiku odhadů zakládají nejen na české legislativě, ale také na mezinárodně uznávaných standardech, nejčastěji jde o metodiku stanovenou Royal Institution of Chartered Surveyors (Velké Británie), která má v globálním měřítku nejvyšší renomé a tradici. Je zřejmé, že kvalita odhadů se do budoucna bude zlepšovat s vyšší transparentností trhu, ale také až pokud vstoupí ČR do měnové unie. Pak v ocenění odpadne část volatility plynoucí z odhadování vývoje směnného kurzu koruny vůči euru, což jsou dvě dominantní měny, ve kterých jsou v ČR stanovovány nájmy.

#### **4.3.3 Odměňování, poplatky, vstup a výstup z investice**

Podle Thompsona a Choi (2001), tržní autority nebo legislativa mohou stanovit maximální výše různých typů poplatků (za vstup, výstup, správu), ale jakmile je institucionální rámec vytvořen, konkurenční tlaky často poplatky stlačí. Stanovování výše různých poplatků v případě českých nemovitostních fondů vůbec není zapotřebí. Vysoká konkurence jiných typů fondů (domácích a zejména ohromné nabídky fondů zahraničních) určuje, že si nemovitostní fondy nebudou moci stanovit poplatky příliš vysoko. Nemovitostní fondy budou muset obstat nejen proti nabídce jiných podílových fondů, ale dalších investičních příležitostí a instrumentů. Některé z nich, jako například certifikáty, strukturované produkty nebo hedge fondy se u investorské veřejnosti v současné době těší velkému zájmu.

Jazyk ZKI nehovoří o poplatcích, ale o přírážkách. Důležitou novinkou oproti německé předloze u ZKI je, že umožňuje fondu stanovit poplatek za výstup. Ustanovení ZKI o poplatcích jsou konstruována tak, že je co nejvíce zohledňována dlouhodobost investice do nemovitostních fondů. Účelem je také chránit fondy před problémy s likviditou. U nemovitostních fondů v SRN jsou vstupní poplatky stanoveny obvykle ve výši 5%.

Investora kromě poplatků zajímají další podmínky vstupu a zejména výstupu. ZKI s ohledem na nízkou likviditu nemovitostí fondům umožňuje, oproti fondům standardním, výrazně delší časové limity pro vyřízení žádosti podílníka o odkup. Maximální lhůta pro odkup je stanovena na 6 měsíců, v praxi však může být kratší. Zároveň mohou být omezeny i termíny podání žádosti o odkup, minimálně však dvakrát do roka.<sup>69</sup> Tato ustanovení pochopitelně neplatí pro uzavřené podílové fondy či pro investiční fondy.

Jedním z častých požadavků ze strany trhu je, aby bylo možné (v tomto případě u FKvI) zvyšovat základní kapitál fondu nepeněžitými vklady, což by bylo v případě nemovitostí pro investory zvlášť atraktivní. To však současný zákon nepřipouští<sup>70</sup> a tato změna může být až předmětem další novelizace.

Jinou otázkou jsou poplatky za distribuci. Ty nehradí investor přímo, protože jsou skryty v poplatku investiční společnosti, která fond zpravuje. Zatímco nemovitostní fondy napojené na banky mohou využívat služeb široké distribuční sítě, „nezávislé“ fondy budou muset vytvořit takový systém provizí svým distributorům, aby byly pro distributory atraktivní a zároveň, aby byly schopny konkurovat „bankovním“ fondům.

#### **4.3.4 Likvidita – požadavky na minimální podíl likvidních prostředků**

Zatímco u FKvI žádné limity pochopitelně stanoveny nejsou, u SFN je otázka dostatku likvidních prostředků na vypořádání žádostí o odkup důležitým aspektem. Zákon předepisuje, že SFN musí mít zajištěnu likviditu tak, že do doplňkové likvidního majetku (hotovost, termínované vklady) nebo likvidních cenných papírů (cenné papíry vydané standardním fondem, státní pokladniční poukázky, dluhopisy) musí investovat minimálně 20 % a maximálně 49% hodnoty svého majetku. K tomu je stanoveno, že pokud hrozí nebezpečí, že odkupy podílových listů celková hodnota likvidního majetku klesne pod 20 %, fond pozastaví odkup (§53j, odst.4)! Toto pravidlo je v zákoně explicitně označeno jako povinnost.

V Německu, ještě před zmiňovanými problémy fondů s likviditou, zákon požadoval dolní limit likvidity na úrovni 5 %, v praxi byla však udržována průměrně kolem 20%, jiné zdroje uvádějí údaje i vyšší – 25 až 50% hodnoty portfolia (Maurer a Steffen, 2002). Fondy udržovaly míru likvidity na výrazně vyšší úrovni než bylo předepsáno zákonem, protože si držely likvidní prostředky pro případy nových investičních příležitostí. Protože německá úprava byla pro českou hlavním vzorem, problému likvidity se věnovalo hodně pozornosti, bohužel nepříliš opodstatněné. Komise pro cenné papíry požadovala dokonce podíl likvidity na úrovni 35 %. Je

<sup>69</sup> Zatím jediný SFN, který byl na českém trhu povolen, má odkupy stanoveny na denní bázi a je pravděpodobné, že ostatní fondy ho budou muset následovat, nebo přijít s jinou kompenzací za omezení odkupů.

<sup>70</sup> Toto upřesňuje Úřední sdělení ČNB (částka 3/2007) ze dne 12. ledna 2007.



otázkou, jestli by se pak ještě dalo hovořit o nemovitostním fondu, protože s tak vysokým limitem by podíl nemovitostí a peněz ve fondu mohl být i rovnocenný. Fond by byl napůl měnový a napůl nemovitostní. Proč bylo nakonec Parlamentem stanovena úroveň 20 %, není vůbec jasné. Proč by likvidita fondů nemohla být na 15 nebo 10 procentech? Jedná se pravděpodobně o zcela arbitrární rozhodnutí zákonodárců, které není ničím výrazně podepřeno.

Navíc ZKI fondům umožňuje jiné ochranné prostředky – dlouhé intervaly vypořádání žádostí o odkup, srážkové poplatky u odkupu podílových listů nebo pozastavení odkupů. Pozastavení odkupů může být až na dva roky. Zatímco opatrnost regulátora při výběru vedoucích osob, důležité roli depozitáře, nezávislým orgánům je na místě, koktejl požadavků na minimální podíl likvidity je zbytečně bohatý. Zejména ustanovení o povinnosti zastavit odkupy, pokud hrozí pokles likvidity pod 20 % je proti zájmům investorů. V první řadě je na místě otázka, k čemu tedy fond musí držet tak vysokou likviditu za každých okolností. Protože není příliš jasné, co znamená „*hrozí nebezpečí*“, nemovitostní fondy budou muset držet likviditu na zbytečně vysoké úrovni.

#### **4.3.5 Poskytování a přijímání úvěrů**

SFN může poskytovat úvěr pouze nemovitostní společnosti, ve které má účast s tím, že součet všech úvěrů nesmí přesáhnout 25% hodnoty portfolia. Fond může přijmout úvěr, s tím, že jeho splatnost je do 1 roku a úvěr nepřesáhne 20% hodnoty majetku fondu. To však neplatí pro hypotéky, které za účelem pořízení nemovitosti nebo jejího zlepšení (rekonstrukce, stavební úpravy pro nové nájemníky apod.) může fond také získat. Celkové zadlužení fondu nesmí přesáhnout 50% hodnoty portfolia. Důvodem umožňovat fondu přijímat úvěry je využití pákového efektu (*leverage*), který zvyšuje investorům výnos kapitálu. Stanovený maximální podíl je obvyklý a SFN není v tomto případě zbytečně omezován.

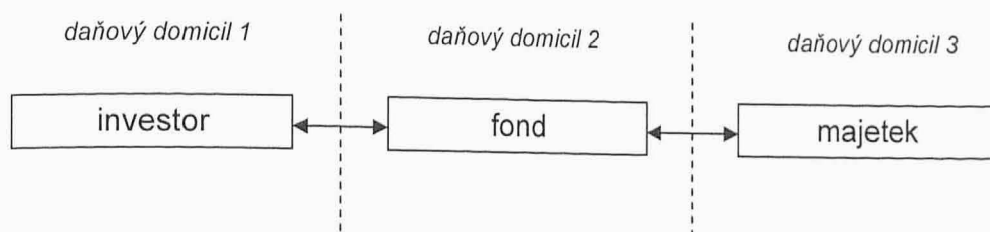
#### **4.3.6 Zdanění**

Otázka zdanění u fondů kolektivního investování je zvláště komplikovaná. I když se v souvislosti se zdaněním fondů nejčastěji hovoří o snížené dani z příjmu ve výši 5% na úrovni fondu, realita je o mnoho pestřejší. Překážkou, která nám brání, abychom o daních hovořili detailně, je fakt, že zdanění jako takové není předmětem ZKI, ale zákonů jiných, zejména zákona o dani z příjmu a o dani z přidané hodnoty, ke kterými můžeme přidat směrnice EU<sup>71</sup> a bilaterální smlouvy o zamezení dvojího zdanění. Podstatnou roli nehrají pouze různé daňové

<sup>71</sup> Zde je relevantní zejména Směrnice 90/435/EHS o společném systému zdanění mateřských a dceřiných společností, o které se v praxi hovoří jako o Parent-Subsidiary Directive.



sazby, ale jak se vypočítává základ daně z příjmu, jaké jsou pravidla odpisů nebo jakým způsobem jsou daňově uznatelné určité skupiny nákladů. Problematika nám dále exponenciálně naroste, pokud do analýzy zahrneme možnost, že se různé subjekty v „ekosystému“ kolektivního investování nachází v různých daňových domicilech.



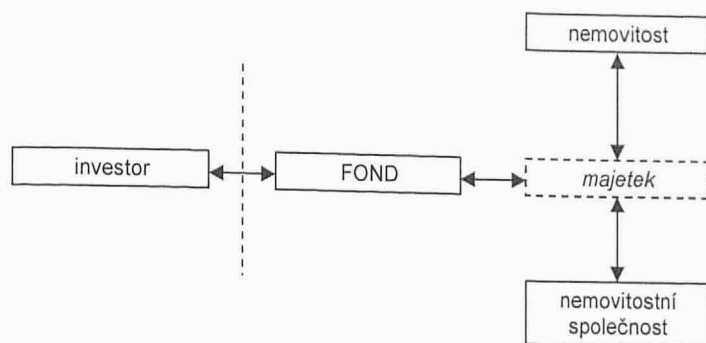
Výsledná hypotetická matice daňových pravidel je natolik složitá, že se v ní stejně nedá orientovat. Navíc, daňové zákony mají nepříjemnou vlastnost, že snadno podléhají politickému cyklu.<sup>72</sup> Vyznat se ve spleti všech relevantních norem je i náročným úkolem pro daňového poradce, proto si pouze nastíníme obecnější pohled na daně spojené s kolektivním investováním.

Daně by v obecné rovině měly splňovat pět základních požadavků. Měli by být: i) efektivní, ii) transparentní, iii) spravedlivé, iv) administrativně jednoduché, a v) pružné. Co se týká účelu daní (z pohledu státu), tak daně mohou mít cíle stimulační, fiskální nebo jsou prostým poplatkem spojeným s hrazením nákladů za určitou službu (EEA, 1996). Co se týká poplatků<sup>73</sup>, ty u nemovitostních fondů nehrají minimální roli. Z pohledu státu jsou podstatnější první dvě charakteristiky. Funkce stimulační znamená, že cílem je měnit nebo ovlivňovat chování ekonomických agentů. Funkce fiskální znamená, že cílem daně je fiskální výnos. Konkrétní daně jsou směsí těchto dvou funkcí, u některých převažuje jejich účel fiskální, u jiných stimulační. Je otázkou, jaký účel by mělo sledovat zdanění nemovitostních fondů. Chce stát z nemovitostních fondů získat především daňový výnos, nebo má zájem ovlivnit chování investorů prostřednictvím „daňového inženýrství“?

U fondů jsou tři hlavní roviny zdanění: i) investor, ii) činnost fondu, iii) nabývání majetku fondem. Tyto tři úrovně se navíc liší podle toho, kde má konkrétní subjekt svůj daňový domicil. Na úrovni investora je zásadní, zda-li se jedná o fyzickou nebo právnickou osobu. Na úrovni majetku fondu je zase důležité, jestli ho fond nabude přímo jako nemovitost, nebo jako nemovitostní společnost (SPV).

<sup>72</sup> Hezkým příkladem je současný vládní návrh daňové reformy, který počítá se zrušením časového testu 6 měsíců pro investice do podílových fondů a akcií a zavedení zdanění výnosu z investic. Není sice příliš jisté, že bude přijato, pokud tomu tak bude, výrazně zasáhne do výnosu z investic.

<sup>73</sup> Je pochopitelně otázkou, zda-li je metodologicky možné poplatky státu (nebo obci) za určité služby nebo úkony zahrnout mezi daně, ale pro účely této práce není potřebné se tímto problémem zabývat.



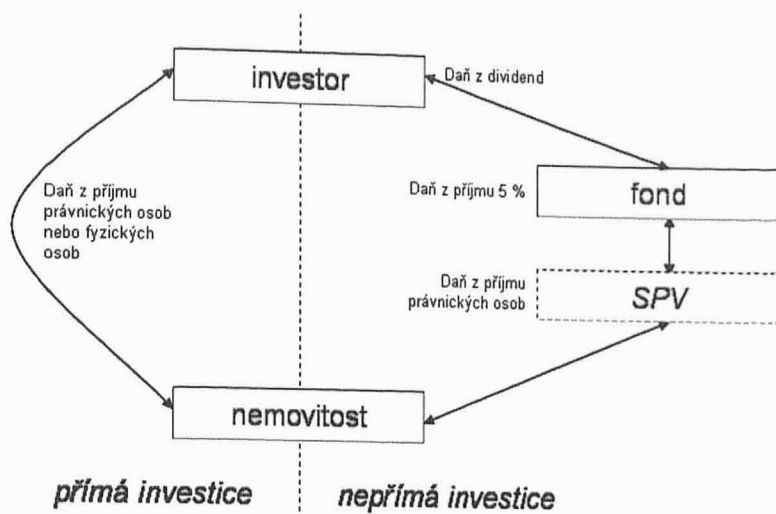
Investory zajímá, jakým způsobem podléhají zdanění výplaty podílu na zisku (dividendy) a jestli je možné se tomu vyhnout. Je důležité, zda-li se daň platí jako srážková, nebo na úrovni investora, či zda-li mají možnost srážkovou daň odpočítat ze svého daňového základu.<sup>74</sup> Pro investory je dále důležité, zda-li zhodnocení jejich investice podléhá zdanění. To obecně záleží především na době držby podílu.<sup>75</sup> Exit může být v případě FKvI i v podobě podílu na likvidačním zůstatku, který také může podléhat zdanění.

Hlavním způsobem, jak fondy budou investovat do českých nemovitostí, je prostřednictvím *share dealů*. Tato metoda je u nás preferována z mnoha důvodů, hlavně proto, že ji hlavně z daňových důvodů upřednostňují prodávající. Ze strany kupujícího to však znamená zvýšené náklady na *due diligence*. Fond musí identifikovat, zda-li nemovitostní společnost v sobě neskrývá neznámá právní nebo daňová rizika. Výhodou *share dealu* je, že se prodávající vyhne dani z převodu nemovitostí<sup>76</sup> a také nevzniká povinnost platit DPH. Jak budou české fondy investovat do nemovitostí v zahraničí a jaké to bude mít daňové dopady, zcela záleží na legislativě v dané zemi.

<sup>74</sup> V českém případě je u výplaty dividend či podílů na zisku uplatněna 15 % srážková daň.

<sup>75</sup> V případě fyzických osob je v ČR aktuálně v případě prodeje akcií nebo podílových listů zhodnocení osvobozeno od daně po šesti měsících držby, tzv. šestiměsíční daňový test (pokud však není podíl nebo akcie součástí obchodního majetku fyzické osoby).

<sup>76</sup> V současné době ve výši 3 %, dlouho se však diskutuje o jejím zrušení společně se zrušením dalších majetkových daní (tzv. trojdaň). Pravděpodobnost jejího zrušení se však nedá odhadnout.



Na úrovni českých fondů je nejzajímavější, že daň z příjmu je oproti běžné korporátní dani snížena na 5 %. Zaznívají mnohé hlasy, že by toto zdanění mohlo být nulové a že ani pětiprocentní sazba daně nemá opodstatnění. Pro to hraje i řada argumentů. Vzhledem k tomu, že fondy budou u nás nabývat nemovitosti především prostřednictvím SPV, které podléhají běžnému zdanění, stát není o daňový výnos ochuzen. Naopak, můžeme argumentovat, že výnos podléhá dvojímu zdanění, poprvé na úrovni SPV a podruhé na úrovni fondu. Zdanění na úrovni dividend nebude pravděpodobně relevantní, protože fondy se budou spíše zakládat jako růstové. Stát dále fiskálně získává od subjektů, které jsou na fond napojeny – IS, depozitář, poradci, služby apod. V opačném případě, že by fondy investovaly přímo do nemovitostí, je situace odlišná. Zde by se již dalo hovořit o výpadku daňových příjmů. Pokud by investoři drželi přímé majetkové podíly, příjmy z nich plynoucí (nájmy) by podléhaly příslušné dani z příjmu.<sup>77</sup> Prostřednictvím fondu by tyto daně mohli výrazně snížit, protože fondy jsou zdaněny nižší sazbou.

V politickém diskurzu může stát jako argument proti nižšímu zdanění fondových investic, že z něj získávají hlavně vyšší příjmové skupiny. Nižší zdanění investic by mohlo přispívat k prohlubování rozdílů mezi skupinami vyjádřenými Giniho indexem. Přístup k investování do fondů mají hlavně lidé, kteří mají dostatečný disponibilní příjem, který jim umožňuje jeho reinvestování prostřednictvím fondů. Tyto investice podléhají nižšímu zdanění ve srovnání s investicemi přímými, nižší zdanění fondů jim tedy umožňuje (teoreticky) zhodnocovat jejich investice za výhodnějších podmínek. Na to však lze snadno namítnout, že se nejedná o investice bezrizikové, investování může znamenat i čistou ztrátu.

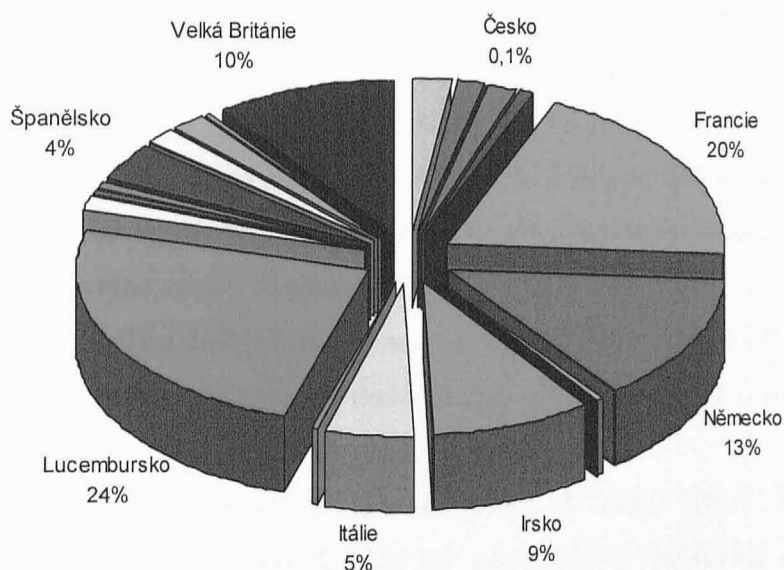
<sup>77</sup> U právnických osob jediné sazby, u fyzických osob pak záleží, do které daňové sazby by jeho dodatečný příjem spadl. Na úrovni fyzických osob je problémem, že řada z nich tyto příjmy pro účel daně nepřiznává.

Daň z příjmu však není problémem sama o sobě. Ne nepodstatnými „detaily“ jsou i ustanovení zákonných norem o odpisech, tvorbě zákonných rezerv, opravných položek, vlivu přecenění aktiv, daňový štít (úroky) apod. Těchto jednotlivostí je celá řada a mají významný vliv na konečný čistý výnos z investice do fondu.

Musíme si uvědomit, že v oblasti zdanění z velké části hraje určující roli mezinárodní daňová konkurence. Pokud má být systém kolektivního investování životaschopný, musí být schopen obstát vůči jiným „destinacím“. V sektoru kolektivního investování je dobře vidět, které státy jsou z hlediska daňové optimalizace efektivnější (i když tuto otázku by bylo příliš zjednodušující redukovat pouze na problém daní). Zatímco v politickém diskurzu často zaznívají výtky na adresu daňového „dumpingu“, který vidí tento typ konkurence jako něco nekalého, *Bílá kniha EK o kolektivním investování* (EK, 2006) dokonce hovoří o „*hospodářské soutěži mezi systémy*“ a že by měla být podporována. Nepřímo se tím vracíme k otázce položené na začátku. Stát si musí zodpovědět otázku, jakou roli má hrát kolektivní investování a jestli z něj má mít prospěch fiskální, nebo jestli má stát motivovat k určitému investičnímu chování.

## 5. Kolektivní investování do nemovitostí v zahraničí

Pokud chceme hledat optimální a fungující modely legislativy z pohledu sektoru kolektivního investování, v první řadě není třeba studovat legislativy samotné. Víceméně si vystačíme, pokud se podíváme do statistik a zjistíme, v kterých zemích je alokováno kolik aktiv a jaká je dynamika čistých investic v daných destinacích. Co se týká kolektivního investování obecně (na evropské úrovni), tak zde je první destinací s výrazným nárůstem oproti ostatním zemím Lucembursko (viz. následující graf). Co se týká fondů, které investují do nemovitostí, zde je destinací číslo jedna Německo díky velkému objemu aktiv v nemovitostních otevřených podílových fondech (viz. graf v kapitole 5.1). Na globální úrovni jsou na špičce v nemovitostních fondech USA, které mají ohromný trh nemovitostních trustů REIT.<sup>78</sup> Které země jsou pro ČR zajímavé jako vzorový model?



Graf 2: Rozdělení celkových čistých aktiv v sektoru kolektivního investování v Evropě podle daňového domicilu (zdroj: EFAMA, 2007)<sup>79</sup>

<sup>78</sup> Americký trh s REITy má ze všech trhů nemovitostních fondů nejdelší historii. Základy byly položeny v roce 1960 přijetím zákona Real Estate Investment Trust Act z roku 1960. V USA mohou REITy nabývat 4 základních podob: i) stavební a developerské trusty, ii) hypoteční trusty (investují do a poskytují dlouhodobé zdroje hypotečního financování), iii) kapitálové trusty (investují do nemovitostí nesoucích výnos), a iv) hybridní (které spojují více předchozích charakteristik).

<sup>79</sup> Evropu ve statistikách EFAMA představuje 23 zemí, jedná se o všechny vyspělé ekonomiky Evropy společně s několika vyspělejšími ekonomikami střední a východní Evropy, ve statistikách je zahrnováno i Turecko. Kompletní výčet všech zahrnutých zemí: Belgie, Česko, Dánsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lichtenštejnsko, Lucembursko, Maďarsko, Německo, Nizozemí, Norsko, Polsko, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Slovensko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, Turecko, Velká Británie



Zatímco v druhé kapitole jsme rozdělili typy nemovitostních fondů z pohledu investora (režimy vstupu a výstupu z investice) na otevřené, uzavřené a polo-uzavřené, na problematiku fondů se můžeme podívat také v rovině právní. Tak můžeme definovat tři základní formy kolektivního investování (Thompson a Choi, 2001): i) obchodní korporace (investiční fond), ii) trust, a iii) kontrakt (podílový fond). Česká legislativa aktuálně umožňuje zakládání nemovitostních fondů ve formě obchodní korporace (FKvI jako investiční fond) nebo ve formě kontraktuální (SFN jako otevřený fond, FKvI jako otevřený nebo uzavřený fond). Na evropské úrovni díky Německu vévodí forma kontraktuální, ale stále více se začínají fondy prosazovat i ve formě trustu a obchodní korporace.

Česká zkušenost s kolektivním investováním je sice relativně krátká, ale u mnohých ekonomicky vyspělejších zemí tomu není naopak. V mnohých zemích byly po dlouhou dobu položeny kolektivnímu investování značné bariéry. Například v mnohých evropských zemích nemohly banky po dlouhou dobu v sektoru KI vůbec působit, protože to bylo považováno za příliš rizikovou činnost. Proto o skutečném rozvoji sektoru můžeme hovořit spíše až od 90. let s tím, že základy byly položeny v 80. letech (v tomto směru zahrála důležitou roli zejména UCITS směrnice z roku 1985). Například jen mezi léty 1990 a 1998 v zemích OECD aktiva ve správě fondů narostla z 2,6 bilionu na 9,3 bilionu dolarů. Evropský trh do konce roku 2006 narostl na 7,5 bilionu eur. Dynamický rozvoj sektoru KI nebyl umožněn pouze uvolněním bariér a vytvořením legislativního rámce. Dalšími důvody pro rychlý růst trhu byly, že trhy akcií a dluhopisů dynamicky rostly a drobní investoři se na tomto růstu také chtěli podílet a že se velké finanční instituce zaměřily na produkty pro drobné klienty jako na nový zdroj zisků (Thompson a Choi, 2001).

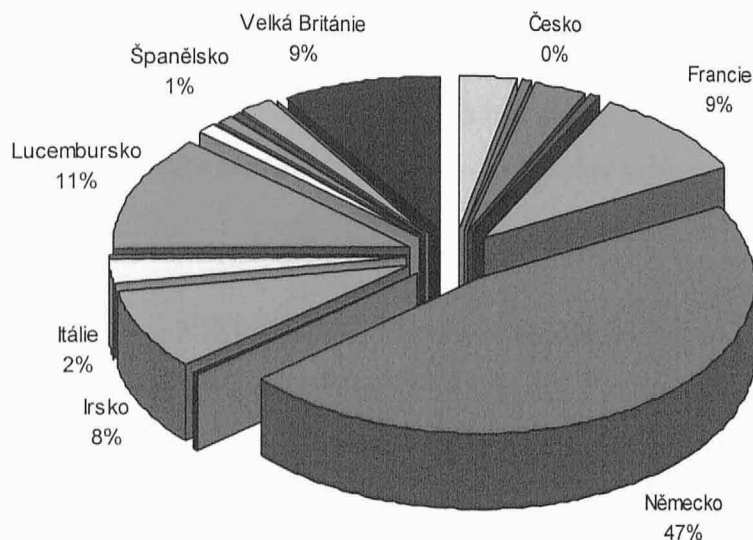
V této kapitole se zaměříme na několik vybraných zemí, jakým způsobem mají zorganizovaný trh nemovitostních fondů, s jakými legislativními inovacemi přišly a jakým způsobem se na těchto příkladech můžeme inspirovat.

## 5.1 EU

Historie harmonizace kolektivního investování na úrovni Evropských společenství sahá do roku 1985, kdy byla přijata stěžejní směrnice 85/611/EHS, která se stala základním kamenem společné regulace KI. Tato směrnice však vymezila pouze fondy UCITS ve velmi úzké podobě a v průběhu 90. let se ukázalo, že ji bude nutné rozšířit, aby odpovídala požadavkům dynamicky se rozvíjejícího trhu. Proto v roce 1999 Evropská komise přijala Akční plán finančních služeb<sup>80</sup>, který stanovil opatření, jak urychlit integraci finančních trhů. Akční plán byl později doplněn

<sup>80</sup> Financial Services Action Plan (FSAP)

zprávou, kterou vypracovala *Komise moudrých*<sup>81</sup>, které předsedal Alexandre Lamfalussy, proto se i doporučeném postupu hovoří jako o tzv. Lamfalussy proceduře, která definuje víceúrovňový postup implementace práva ES. Po vydání tohoto dokumentu se proces přijímání nových směrnic značně urychlil. Mezi nejdůležitější patří směrnice MiFID (Směrnice o trhu finančních nástrojů), směrnice o prospektu a novelizace směrnice UCITS, které výrazně rozšířily možnosti UCITS fondů.



Graf 3: Rozdělení celkových čistých aktiv v sektoru NON-UCITS v Evropě podle daňového domicilu (zdroj: EFAMA, 2007)<sup>82</sup>

Přesto se žádná z legislativních aktivit Komise přímo netýkala nemovitostních fondů. O harmonizaci nemovitostních fondů se však začalo diskutovat, mimo jiné proto, že si Evropská komise uvědomuje, jakou váhu mají nemovitostní fondy na celém odvětví KI. Odvětví neharmonizovaných fondů (mezi které však patří nejen nemovitostní fondy) představovalo v Evropě k 1. lednu 2007 21,1% celkových evropských aktiv v sektoru KI, což představovalo 1600 miliard eur. Komise však ještě není přesvědčena, zda by harmonizace nemovitostních fondů byla přínosná, a proto teprve začíná zkoumat, zda-li by byl společný rámec vhodný (EK, 2006). Vzhledem k nejistotě, která vůči nemovitostním fondům panuje na úrovni EU, Komise se zatím rozhodla pouze vypracovat systematickou analýzu a zřídila expertní skupinu, která se má zabývat přínosy harmonizace. Zpráva Komise by měla být předložena v roce 2008 Radě a evropskému Parlamentu. Zaznívají mnohé požadavky, že by nemovitostní fondy měly rozšířit

<sup>81</sup> Committee of Wise Men, které předsedal baron Alexander Lamfalussy.

<sup>82</sup> Největší část trhu představují německé neharmonizované fondy, mezi kterými mají největší váhu právě fondy nemovitostí.

UCITS směrnici. Změna by to byla jistě výrazná, už jen v tom smyslu, že by se nedalo těmto fondům říkat UCITS, protože nemovitosti jako aktivum neodpovídají obsahu zkratky. Je nutné si uvědomit, že zavedení „obchodní značky“ UCITS bylo spojeno s mnohými náklady a její případné „přejmenování“ by nebylo zadarmo. Jedna věc je však jistá. Pokud bude sektor nemovitostních podílových fondů nějakým způsobem harmonizován, vývoj bude určován německým modelem, ve kterém je alokováno největší množství aktiv (viz. předchozí graf).

Je podstatné, že Komise ve svých strategických dokumentech považuje sektor kolektivního investování za důležitý nástroj finančního zajišťování na stáří, proto se i u možné harmonizace dosud neharmonizovaných fondů bude intenzivně zabývat otázkou, jak by mohl tento krok přispět ke stabilitě penzijních systémů v evropských zemích.

## 5.2 Francie

Francie je podle umístění aktiv druhým největším trhem Evropy (v non-UCITS fondech má příčku třetí). V oblasti nemovitostních fondů sice neměla nikdy velkou váhu, přesto má s nimi řadu zkušeností a v oblasti inovací předběhla v poslední době mnoho jiných zemí. Ve Francii byly už v roce 1958 zavedeny Sociétés Immobilière d'Investissement (SII)<sup>83</sup>. Jejich účelem bylo podpořit trh nemovitostí. Jako REITy v USA, SII byly osvobozeny od daně ze zisku za splnění určitých podmínek. Hlavní bylo, že minimálně 75% portfolia musí být složeno z rezidenčních nemovitostí. Obdobou pro komerční nemovitosti byly Sociétés Immobilières pour le Commerce et l'Industrie (SICOMI). Obě společnosti měly formu uzavřeného fondu, obvykle obchodovatelného na burze. V první polovině devadesátých let však byly daňové výhody postupně zrušeny, proto SII a SICOMI prakticky vymizely.

Obecně ve Francii fungují dva základní typy fondů – FCP a SICAV<sup>84</sup> (stejně je to i v Belgii a Lucembursku), které jsou v podstatě ekvivalentem podílového fondu a investičního fondu. Francouzská nabídka investičních příležitostí je o mnoho pestřejší, v principu však odpovídá tomuto členění, pouze mají různé instrumenty různé názvy (a tudíž zkratky), v jejichž množství není snadné se orientovat.

Výraznou inovací bylo zavedení institutu SIIC<sup>85</sup> (fond typu SICAV), který byl schválen v roce 2003. Zavedení SIIC bylo reakcí na řadu úspěšných IPO nemovitostních společností na

<sup>83</sup> Nemovitostní investiční společnost.

<sup>84</sup> FCP je zkratkou termínu *fond commun de placement* a SICAV je zkratkou *société d'investissement à capital variable*. Volně by se tyto termíny daly přeložit jako FCP = běžný fond investování a SICAV = investiční společnost s proměnným kapitálem.

<sup>85</sup> Société d'investissement immobilier cotée, který lze volně přeložit jako „veřejně obchodovatelná investiční nemovitostní společnost“. Pochopitelně nemůžeme předpokládat, že by ve Francii byla užita zkratka REIT. Běžně se tolik nehovoří o SIIC, ale používá se pro ně obecnější termín *société foncière* (nemovitostní společnost).

pařížské burze. Od roku 2000 veřejně nabídla své akcie zhruba třicítka společností zabývajících se investicemi do nemovitostí. Režim SIIC je obdobou amerického REIT. Institut SIIC 1 umožnil nemovitostním společnostem získat fiskální transparentnost. Společnost typu SIIC je osvobozena od korporátní daně (ve Francii je daň z příjmu právnických osob ve výši 33%), daň se platí pouze na úrovni akcionářů v podobě zdanění dividend. Podmínkou režimu SIIC je, že společnost musí distribuovat 85 % svých zisků a během dvou let 50 % realizovaného zhodnocení nemovitosti v případě jejího prodeje. Opatření SIIC 2 a SIIC 3 možnosti francouzského REITu ještě rozšířily, nejdůležitějším opatřením je, že běžné firmy mohou postoupit svůj majetek fondům SIIC za jednorázovou „exit“ daň ve výši 16,5 % (místo 33%) za realizovaný kapitálový výnos. Toho rychle využily některé velké společnosti operující v retailu nebo hotelnictví a předaly svůj nemovitý majetek do rukou SIIC.<sup>86</sup> SIIC slaví na burze ohromný úspěch, v poslední době byly oproti jiným akciím vůbec nejvýnosnější investicí a dnes se často obchodují s výraznou prémie.<sup>87</sup> Jen mezi 1. lednem 2003 a říjnem 2006 celková tržní kapitalizace SIIC narostla z úvodních 11 na 39 miliard eur, zhodnocení akcií SIIC bylo o 31% v roce 2005 a v roce 2006 dokonce přesáhlo 40%, čímž výrazně překonalo výkon celého trhu. (Isabelle Rey-Lefebvre, 2006; Hughes a Arissen, 2005)

### 5.3 Velká Británie

Ve Velké Británii byly až donedávna možnosti nepřímého investování do nemovitostí velice omezené. Britské právo znalo pouze fondy otevřeného typu (*property unit trusts*), které však byly přístupné pouze institucionálním investorům. Na burze byly umístěny také akcie některých nemovitostních společností (*plc - property listed company*), které však byly běžnými obchodními korporacemi bez zvláštní regulace či zvýhodněného zdanění. Co se týká kolektivního investování obecně, zatímco země jako Lucembursko nebo Irsko se staly oblíbeným domicilem pro fondy, Velká Británie se stala centrem asset managementu fondů.<sup>88</sup>

Británie je zemí *common law*, ve které historicky dominoval institut trustu – svěčeneckého fondu. Tento institut, rozšířený ve všech zemích Commonwealthu je však s postupující evropskou integrací upozadován nebo přibližován požadavkům společné evropské regulace. Británie v 90. letech také zavedla Open-ended Investment Companies (OEICs), protože chtěly vytvořit nástroj, který bude více přístupný a lépe uchopitelný mezinárodními investory,

<sup>86</sup> Mezi velké SIIC patří například Klépierre, Unibail, Gecina, Hammerson (některé z nich operují i na českém trhu nemovitostí, zejména v retailu). Společnostmi, které využily možnosti výhodně předat svůj majetek fondům jsou například skupina Carrefour, Casino, hotely Accor nebo hobbymarkety Mr. Bricolage.

<sup>87</sup> Často kolem 10% až 15%, což indikuje značně pozitivní sentiment trhu.

<sup>88</sup> V současnosti má Londýn jako centrum asset managementu ve správě aktiva v hodnotě přes 14 bilionů dolarů a snaží se protlačit na „první místo“, které náleží New Yorku.



než trust (Thompson a Choi, 2001). Struktura OEIC je velice podobná trustu, více však odpovídá parametrům kontinentálního práva. Postupné vzdalování tradičním právním institutům má na svědomí zejména harmonizace s evropským právem, ale Británie není nucena, jako spíš motivována. Aby nabídka britských produktů kolektivního investování rozšířila cílovou skupinu potenciálních investorů, musí se požadavkům investorů lépe přizpůsobit.

Británie se rozhodla následovat francouzský úspěch a od 1. ledna 2007 vstoupil v platnost nový institut, tzv. UK-REIT. Vláda publikovala první verzi legislativy upravující britský typ REITu v prosinci 2005 a předložila svůj návrh do široké odborné diskuze. Hlavním cílem UK-REITu je podle britské vlády usnadnit přístup k nemovitostem jako třídě aktiv co nejširšímu okruhu investorů. Dalším účelem je doplnit škálu spořicíh produktů a umožnit investorům lepší diverzifikaci (Haddock, 2007). Požadavkem vlády bylo, aby uvedení REITu bylo pro stát příjmově neutrální. Proto je jedním z parametrů přeměny na REIT *conversion charge*, který je stanoven ve výši 2 % hrubé tržní hodnoty nemovitostí.

Hlavní požadavky, aby se společnost mohla kvalifikovat jako UK-REIT jsou: i) společnost musí mít britský domicil (nesmí být subjektem zdanění v jiné zemi), ii) je to „uzavřená“ společnost (nikoli OEIC otevřeného typu), iii) její kapitál je kotován na uznané burze cenných papírů, iv) nesmí to být společnost kontrolována méně než pěti akcionáři, v) může vydávat pouze jeden druh běžných akcií, vi) nesmí držet dluh, který je v běžných komerčních podmínkách považován jako nestandardní. Co se týká fungování UK-REITu, hlavní aktivitou společností musí být vlastnictví, správa a pronajímání nemovitostí: i) minimálně 3 nemovitosti v portfoliu, ii) jedna nemovitost nesmí přesahovat 40 % hodnoty celého portfolia, iii) žádná z nemovitostí nesmí být obsazena a užívána samou společností (není pronajímána třetím osobám), a iv) minimálně 90 % zisků plynoucích z aktivit vázaných na nemovitosti musí být distribuováno ve formě dividend. Pokud společnost splní tyto podmínky, nemovitostní část jejího podnikání nepodléhá zdanění (tedy společnost funguje v tzv. režimu *pass-through*). Pro celou společnost jako takovou navíc platí, že zisk plynoucí z nemovitostí musí představovat minimálně 75 % celkového zisku, stejný limit platí i pro hodnotu aktiv na celkových aktivech společnosti. Činnost společnosti, která nepodléhá zdanění, musí být efektivně oddělena od činnosti ostatní (*ring-fenced*), jako kdyby se jednalo o jinou společnost. Při umístění na londýnskou burzu (LSE), UK-REIT může být listován buď jako *investment entity* (investiční fond) nebo jako *trading company* (běžná obchodní společnost). Rozdíl je v tom, že na *investment entity* se obecně kladou vyšší požadavky.<sup>89</sup> Zvýšené požadavky na *investment entity* jsou: i) v prospektu musí být

<sup>89</sup> *Trading company* odpovídá požadavkům stanoveným v *Listing rule 6 (LR6)* a *investment entity* musí splňovat požadavky *Listing Rule 15 (LR15)*.



stanovena investiční strategie fondu, která splňuje požadavky řízení a diverzifikace rizika, ii) společnost musí udržovat určenou úroveň nezávislosti mezi investičními manažery a představenstvem, iii) musí splňovat kritéria investování do jiných trustů, a nakonec iv) na roční bázi společnost publikuje nezávislé ocenění svých aktiv.

Co se týká vlastnické struktury UK-REITu, společnost je sama zodpovědná za to, že jediný subjekt nedrží více než 10 % jejich akcií. Pokud dojde k překročení tohoto limitu, společnost je penalizována ve formě zvláštní daně. Co se týká *gearing* společnosti, maximální hodnota zadlužení je stanovena na zhruba 80 % (poměr zisku vůči dluhu musí být pod úrovní 1,25:1). V rámci nakládání s nemovitostmi, pronajímání je osvobozeno od daně. Za určitých podmínek může být UK-REIT developerem v rámci svých nezdaněných aktivit, výjimkou je, pokud nemovitost určená k pronájmu, kterou nabude vlastním developmentem, je prodána do tří let od nabytí. Tato aktivita bude zdaněna běžnou sazbou korporátní daně. Nejvíce diskuze v odborných kruzích vyvolal návrh na maximální hranici účasti v UK-REITu a na omezení výše zadlužení. Vláda požadavkem na maximální účast ve výši 10 % usiluje, aby ztráta daňového výnosu byla pokud možno omezená (aby kvůli využívání smluv o zamezení dvojího zdanění nepřicházela i o daň z dividend) a co se týká úrovně zadlužení, původně navrhovaný poměr byl stanoven na 2,5:1, který byl finálně zvýšen na 1,25:1.

Od 1. ledna 2007, kdy legislativa UK-REIT vstoupila v platnost<sup>90</sup>, mnoho britských společností ve statutu *plc* konvertovalo na statut UK-REIT.<sup>91</sup> Trh ve spolupráci s britským ministerstvem financí (Her Majesty's Revenues & Customs) budou usilovat o implementaci takového režimu, který zajistí, aby se Velká Británie stala vedoucí destinací v umístování a obchodování REITů (Haddock, 2007).

## 5.4 Německo

Německo má v Evropě nejdelší zkušenost s otevřenými fondy nemovitostí. Jedná se o regulované subjekty založené podle Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften.<sup>92</sup> Obecně v Německu dominují Kapitalanlagefonds (KAF, obdoba našich investičních fondů), jejich obdoby nalezneme i v Rakousku a Švýcarsku. Offene Immobilienfonds (otevřené nemovitostní fondy) však představují významnou část trhu kolektivního investování. I když jsou v německé legislativě zakotveny od 70. let, dynamický rozvoj zaznamenaly až v letech devadesátých a zejména v poslední době. Jedním z impulsů mimo jiné bylo, že padlo omezení na investování do

<sup>90</sup> Finance Act 2006

<sup>91</sup> Mezi nimi bylo i pět společností, které jsou zahrnuty v indexu FTSE 100: British Land, Hammerson, Land Securities, Liberty International a Slough Estates.

<sup>92</sup> Zákon o investičních společnostech.

nemovitostí v zahraničí. Původně byla německá legislativa hodně restriktivní, proto množství „německých“ fondů (fondů primárně distribuovaných na německém trhu) měla domicil v zahraničí, zejména v Lucembursku. V důsledku této rostoucí nerovnováhy SRN svojí legislativu modernizovalo a důsledkem bylo, že v zahraničí registrované fondy ztratily část svého tržního podílu.

Protože německá legislativa považuje kolektivní investování (přesněji řečeno asset management) za specializovanou formu bankovních služeb, subjekty kolektivního investování jsou předmětem bankovního dohledu. Německý systém, jak je typické pro většinu států EU, klade důraz na činnost depozitáře (*Depotbank*). Depozitář má stejně jako v českém systému úlohu úschovy aktiv a úzkého dohledu na činnost fondu a kontroly plnění ustanovení vyplývajících ze statutu fondu. O činnosti německých otevřených nemovitostních fondů jsme v předchozích kapitolách mnohokrát hovořili, kromě toho je česká legislativa víceméně transplantátem předlohy německé, o její podobě máme tedy více než dobrou představu. Co však ještě nebylo zmíněno, je zavedení veřejně kotovaných G-REITů.

Hlavní motiv pro zavedení REITu v Německu byl jednoznačný – konkurence. Její dva hlavní evropské konkurenti Francie a Velká Británie, by úspěšným zavedením REITů ve svých legislativách nad Německem značně získaly a Německo by začalo ztrácet svoji dominantní pozici v oblasti nepřímých nemovitostních investic. Další důvody byly obdobné jako v jakékoli jiné zemi, která přijala REITy: impuls pro finanční trhy, sekuritizace nemovitostí, která firmám poskytne nový zdroj kapitálu, zvýšení alokační efektivity trhu, zpřístupnění nemovitostí jako třídy aktiv i drobným investorům.

Německý Bundestag přijal G-REIT legislativu<sup>93</sup> 22. března 2007 s tím, že tento zákon retroaktivně platí od 1. ledna 2007 (to má význam, že společnosti konvertované na G-REIT budou v režimu REITu vykazovat celý účetní rok 2007). Parametry, která musí společnost splňovat pro získání statutu G-REIT jsou obdobné s britskými. G-REIT má však na rozdíl od UK-REITu formu čistě korporátní, nikoli trustu. G-REITy fungují v podstatě jako běžná akciová společnost (*Kapitalanlagesellschaft*). Minimálně 75 % aktiv z celkového majetku musí představovat nemovitosti určené k pronajímání. Činností G-REITu musí být především držba (spojená se správou a pronajímáním) nemovitostí, nikoli obchod s nimi. Zákon stanoví, že během pěti let může být obměněna maximálně polovina portfolia, pro celé portfolio je stanoven tento limit na 10 let. Co se týká rozdělování zisku, minimálně 90 % zisku musí být rozdělena mezi akcionáře.<sup>94</sup> Aby byly dividendy maximalizovány, na G-REITy se vztahují zvláštní

<sup>93</sup> Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen

<sup>94</sup> *Mindestausschüttung*

pravidla na odpisy nemovitého majetku. Odpisy jsou v zásadě lineární ve výši 2 %. Společnost je dále zodpovědná za to, aby její akcie byly i v rukou drobných akcionářů. Minimálně 15 % akcií společnosti musí být u akcionářů, z nichž žádný nemá více než 3 %.<sup>95</sup> Podobně jako v Británii, jediný akcionář nesmí držet více než 10 % akcií. Maximální míra *leverage* G-REITu je stanovena na 60 %.

Pokud společnost splní tyto podmínky, její zisky jsou osvobozeny od korporátních daní.<sup>96</sup> Zdanění probíhá na úrovni akcionářů. Aby bylo dosaženo rovného zacházení mezi různými investičními příležitostmi, zdanění dividend u G-REITu se stejně aplikují i v případě držby zahraničních REITů. To platí i pro podílové fondy, pokud v REITech drží pozici.

Pokud se jedná o vkládání nemovitého majetku do G-REITů, přechodně byla stanovena tzv. „exitová“ daň, která má firmy motivovat k prodeji svého majetku fondům. Toto ustanovení umožní až do konce roku 2009 daňově zvýhodněné vkládání nemovitostí z majetku existujících společností do společností ve statutu G-REIT. Pokud je dotyčná nemovitost v majetku společnosti více než pět let, při jejím transferu do G-REIT fondu bude rozdíl mezi účetní hodnotou a zrealizovanou prodejní cenou zdaněn pouze poloviční sazbou daně z příjmu právnických osob, tedy obdobně jako ve Francii.

Přijetí legislativy G-REIT bylo provázeno rozsáhlou odbornou i politickou diskuzí. Velká koalice CDU/CSU a SPD v koaliční smlouvě ujednaly, že se zavazují k: „*vytvoření rámcových podmínek pro nové třídy investic*“, ke kterým patří i „*zavedení REITu za podmínky, že bude zajištěno spolehlivé zdanění na úrovni investora a REITy budou mít pozitivní vliv na trh nemovitostí i na všech lokálních úrovních*“. Přesto se v SPD od dubna 2006 vytvořila frakce, která s přijetím nové legislativy nesouhlasila. Kromě části SPD zákon zcela odmítala Linkspartei. Kromě eliminace zdanění na úrovni společnosti se stalo hlavním bodem diskuze působení REITů na trhu rezidenčních nemovitostí. Ze strany některých institucí, například vlivného Německého spolku nájemníků (DMB), zaznívaly obavy, že REITy budou vytvořit tlak na další privatizaci obecních bytů a že důsledkem bude růst nájmu. Proto oproti původnímu návrhu zákona došlo ke značnému kompromisu a G-REITům je zakázáno investovat do nájemních bytů.<sup>97</sup> Investice do rezidenčního bydlení jsou umožněny jen pro případ, že se jedná o byty postavené po 1. lednu 2007.

<sup>95</sup> *Mindeststreuung*

<sup>96</sup> V SRN není pouze jediná daň z příjmu právnických osob, ale daně dvě: *Körperschaftsteuer* a *Gewerbesteuer*.

<sup>97</sup> *Bestandsmietwohnimmobilien*

## 5.5 Lucembursko

Lucemburské velkovévodství, co se týká kolektivního investování, je nekorunovaným králem Evropy. První příčku v nemovitostních fondech má sice dlouhodobě zajištěnou Německo, Lucembursko však významně vede v absolutních číslech za celý sektor. A i v oblasti nemovitostí možná s pořadím v blízké době pohne.

Celkový objem aktiv ve fondech registrovaných v Lucembursku ke konci roku činil 1,844 bilionu eur, což představuje 24,4% celkových aktiv v Evropě (EFAMA, 2007). Nemůžeme však hovořit o tom, že aktiva jsou ve správě lucemburských fondů ve smyslu lokalizace správy, asset management je často mimo Lucembursko. U lucemburských fondů je zvykem (není to předepsáno zákonem), že fondy mají oddělenou funkci administrátora, který sídlí a vykonává svou činnost přímo v Lucembursku a investičního poradce (asset managera), který se nachází obvykle v zahraničí. V Lucembursku funkci regulátora trhu vykonává Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Vyjádřeno per capita, celková aktiva na 1 obyvatele Lucemburska představují 3,9 mil. eur, což je skoro 7000x více než v České republice, nebo například 159x více než ve Francii, která je v absolutních číslech druhým největším trhem Evropy (celková aktiva 1,494 bilionu eur)! Na lucemburských číslech mají největší podíl harmonizované fondy typu UCITS, představují 90% všech fondových aktiv (EFAMA, 2007; vlastní výpočty). Nemovitostní fondy jako takové v Lucembursku neexistují, hlavní důvod je praktický – komplikace s výkonem činnosti deponitáře. S výkonem činnosti deponitáře vůči nemovitostem za hranicemi daňového domicilu až donedávna nikdo v Evropě neměl velké zkušenosti. I Německo, nejstarší trh nemovitostních fondů, umožnilo fondům investovat v zahraničí až před několika lety. Lucembursko je také příliš malé na to, aby v něm mělo smysl zakládat nemovitostní fondy operující pouze na vlastním území.

V Lucembursku tradičně dominovaly dvě základní formy kolektivního investování a to FCP a SICAV. Po dlouhou dobu bylo kolektivní investování vymezeno zákonem z 30. března 1988 o institucích (jednotkách) kolektivního investování.<sup>98</sup> Pro instrumenty, které nejsou určeny k veřejné nabídce existoval zvláštní zákon (o pouhých několika stranách!), podle kterého mohli být zakládány fondy určené pouze institucionálním investorům. Jednou z inovací lucemburského práva posledních let bylo zavedení fondu SICAR (investiční fond rizikového kapitálu), kterým byl okruh možných „neveřejných“ investorů rozšířen o *poučené investory*. Mezi ty patří investoři institucionální, profesionální (firmy podnikající na kapitálovém trhu) a poučení (kteří písemně

<sup>98</sup> organismes de placement collectif



prohlásí, že jsou obeznámeni se statutem zvláštního fondu a kteří investují minimálně 125 tisíc eur). Toto vymezení je obdobné českému institutu kvalifikovaného investora. Atraktivní možností je, že navýšení kapitálu (vklady) může být provedeno i vklady majetku (nemovitosti, cenné papíry apod.).

V posledních letech prošla lucemburská legislativa značnou změnou, kdy byla prakticky nahrazena stávající legislativa nikoli novelami, ale kompletně novými zákony. Zákon o institucích kolektivního investování z roku 1988 byl nahrazen zákonem z 20. prosince 2002,<sup>99</sup> jehož účelem byla mimo jiné implementace nových evropských direktiv. Ještě zajímavější změnou je však zákon z 13. února 2007 o fondech specializovaného investování (FIS),<sup>100</sup> který nahradil zákon z roku 1991. Lucembursko tím zareagovalo na vývoj trhu, který si vyžadoval flexibilnější nástroje odpovídající požadavkům různých typů subjektů a různých investičních strategií. Dá se očekávat, že o tento nový instrument bude zájem jak ze strany institucionálních investorů diverzifikujících svá portfolia o nemovitosti, tak i ze strany investorů a developerů, kteří budou hledat daňově optimální nástroj pro financování svých developerských projektů.

Lucembursko je populární destinací hlavně z důvodů daňových. U běžných obchodních společností je sice daň z příjmu ve výši 30,38 %, pro dividendy je stanovena srážková daň ve výši 15 % (od roku 2007, předtím 20 %) a z majetku se platí půlprocentní daň, ale fondy nejsou daněmi prakticky zatížené. Fondy (typu SICAV nebo OPC podle zákona z roku 2002) nepodléhají běžné korporátní dani, majetkové dani či dani z kapitálových zisků a v případě srážkové daně z dividend či výplat úroků se většina ne-lucemburských investorů může opřít o výhody dané evropskými direktivami, nebo o bilaterální smlouvy o zamezení dvojího zdanění.<sup>101</sup> U fondů typu SICAV se platí daň z navýšení kapitálu ve výši 0,5%. Co se týká zdanění fondů typu SICAR a FIS, jediná daň, která se jich týká, je fixní poplatek<sup>102</sup> za navýšení kapitálu ve výši 1250 eur a daň z čistých aktiv<sup>103</sup> ve výši jednoho bazického bodu ročně.

Proč je vhodné vytvářet fondové struktury v Lucembursku není pouze otázkou zdanění fondů. Investování do nemovitostí je obvykle spojeno s vytvářením holdingových struktur, protože nemovitosti jsou obvykle vkládány do účelových společností (nejen z daňových důvodů, ale i z důvodů řízení rizika, flexibility exitu apod.), pro investory je tudíž důležité, aby vytváření těchto struktur nebylo daňově nevýhodné. Zvláště pro tyto účely má Lucembursko dva typy

<sup>99</sup> Loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif

<sup>100</sup> Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés

<sup>101</sup> V našem případě je to zákon č. 79/1993 Sb. - smlouva o zamezení dvojího zdanění mezi ČSFR a Lucemburským velkovodstvím.

<sup>102</sup> droit d'apport

<sup>103</sup> taxe d'abonnement



daňových režimů, Holding 1929<sup>104</sup> a SOPARFI<sup>105</sup>. U obou se jedná o specifické daňové režimy, které mohou na sebe brát různé typy obchodních společností (nejběžnějšími společnostmi jsou stejně jako v Česku společnost s ručením omezeným – Sàrl, a akciová společnost - SA). Účelem těchto režimů je za splnění předepsaných podmínek (míra účasti, daňový domicil mateřské společnosti v Lucembursku apod.) eliminovat daně z dividend, zdanění likvidačního zůstatku apod., zkrátka cash-flow mezi mateřskou a dceřinou společností, který jinak za běžných okolností podléhá zdanění.

V neposlední řadě je důležitým důvodem pro zakládání daňově efektivních struktur v Lucembursku i dlouhá tradice spojená s nízkým regulatorním rizikem a vysoká nabídka podpůrných služeb – účetnictví, audit, služby administrátorů, depozitářů apod.

### 5.6 Výběr optimálního domicilu

Účelem této kapitoly byl rychlý selektivní exkurs do současných inovací na trhu kolektivního investování na evropské půdě.<sup>106</sup> Na něm je vidět, že v oblasti investování do nemovitostí je hlavním trendem zavádění fondů typu REIT. Nabídka REITů se tím i pro domácího investora výrazně zvyšuje a REITy jsou tak přítomny ve většině vyspělých ekonomik světa. USA má REIT, Japonsko má J-REIT, Austrálie LPT<sup>107</sup>, Francie SIIC, Holandsko FBI<sup>108</sup>, Belgie SICAFI, Británie UK-REIT, Německo G-REIT, kromě těchto zemí má svůj režim REIT také Jižní Korea, Malajsie, Singapur a Hongkong. Na úrovni EU se sice debata o harmonizaci kolektivního investování do nemovitostí rozbíhá pouze velmi pomalu (a zatím není jasné, jestli jde ve směru možného EU-REITu nebo nemovitostního „UCITS“ fondu). Zavádění REITů se však týká hlavně velkých ekonomik s velkými likvidními burzami cenných papírů, je otázkou, zda-li je to trend, který má možnost prosadit se i na menších trzích. Na druhou stranu i další rozvoj veřejně neobchodovatelných fondů kolektivního investování není zanedbatelný.

Možnosti kolektivního investování jsou již celkem široké, je proto zajímavé zabývat se otázkou, který model bude relativně „úspěšnější“? Jaké jsou důvody nebo faktory výběru určitého režimu nebo daňového domicilu? Hlavní dvě hlediska, které determinují výběr konkrétní legislativy, jsou cílový investor a investiční strategie (nebo účel, za kterým jsou získávány vklady). U osoby investora hraje roli, zda-li se jedná o fyzickou osobu (např.

<sup>104</sup> jméno toho režimu je odvozeno ze zákona, který ho upravuje – Zákon z 31. července 1929.

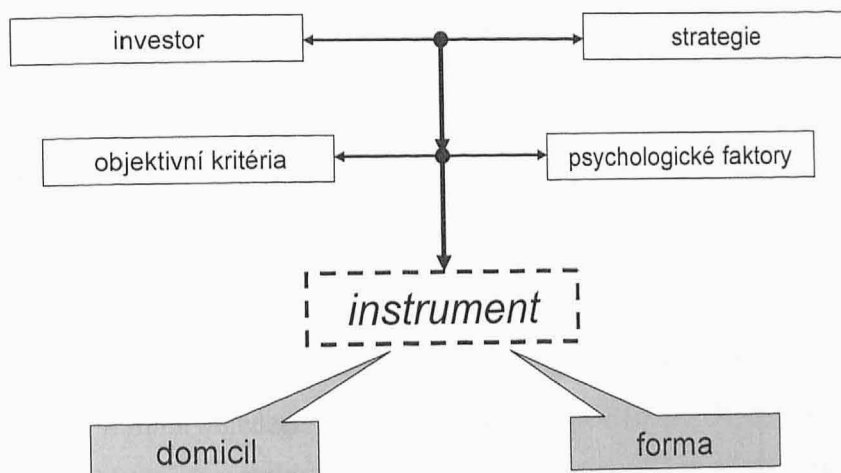
<sup>105</sup> Société de Participations Financières

<sup>106</sup> Pokud bychom použili měřítko globální, výběr by byl ještě pestřejší a pochopili by jsme z něj, že současný vývoj různých typů instrumentů vázaných na trh nemovitostí je velice dynamický.

<sup>107</sup> Listed Property Trust

<sup>108</sup> FBI (Financial investment institution) je založeno na základě holandského Corporation Tax Act z roku 1969, to znamená, že za určitých okolností je na entitu uvalena nulová daň z příjmu. Jednou z nich je, že musí distribuovat 100% svého zdanitelného příjmu.

zaměstnanec s průměrným příjmem), profesionálního investora (např. obchodníka s cennými papíry), nebo institucionálního investora (např. penzijní fond). U cílového investora je jeho druhou hlavní charakteristikou jeho daňový domicil. Investiční strategie mohou být mnohé – od efektivního financování výstavbových projektů po klasické portfoliové investice za účelem diverzifikace rizika. K těmto obecným faktorům, které hlavně určí formu investičního nástroje, zda-li se má jednat o REIT, otevřený nebo uzavřený fond, se přidají ještě faktory, které určí nejvhodnější domicil.<sup>109</sup>



Hlediska výběru lze rozdělit do dvou základních skupin. Jednou jsou faktory objektivní (racionální), druhou skupinou faktorů jsou faktory psychologické. Mezi objektivní kritéria patří faktory: i) administrativní, ii) daňové, iii) regulatorní, a iv) nabídka podpůrných služeb. Faktory psychologické jsou ty, které nejsou založeny na objektivních kritériích, ale na subjektivních kategoriích. Mezi tyto faktory patří důvody: i) kulturní preference, a ii) tradice a prestiž legislativního režimu.

Jako administrativní důvody můžeme považovat hlediska praktická z pohledu „vezdola“, tedy od vlastní činnosti, kde hraje roli blízkost k předmětu podnikání, efektivnímu corporate governance apod. Daňové faktory působí zejména v rovině fond – investor a majetek – fond. Daňové faktory se dělí na vlastní daňové sazby a možnost jejich minimalizace, zejména využíváním možností evropských směrnic (směrnice o společném systému zdanění, tzv. směrnice Interest-Royalties a směrnice o společném zdanění, tzv. směrnice Parent-Subsidiary)<sup>110</sup> a mezinárodní smlouvy o zamezení dvojího zdanění. Regulatorní hledisko je kombinací

<sup>109</sup> Zde bych chtěl zdůraznit, že tento „model“ není čerpán z literatury, ale jedná se o původní přínos mé práce.

<sup>110</sup> Směrnice 2003/49/ES o společném systému zdanění úroků a licenčních poplatků mezi přidruženými společnostmi z různých členských států a Směrnice 90/435/EHS o společném systému zdanění mateřských a dceřiných společností

možností daných legislativou a jejím praktickým fungování, tedy jakým způsobem funguje tržní dozor, proces zakládání fondů apod. V neposlední řadě je pro fondy i důležitá široká a kvalitní nabídka podpůrných služeb, jako jsou služby poradenské, účetní, auditorské, právní apod.

Co se týká psychologických faktorů, jejich váha se dá těžko určit, přesto nelze pochybovat o tom, že na investory nemají vliv. Jako kulturní preference můžeme vnímat určité kulturní předsudky či preference investorů, často spojené například s jazykovou bariérou, či osobními vazbami a zkušenostmi investorů k určitému kulturnímu okruhu (frankofonní, germanofonní či anglofonní). Otázka tradice a prestiže určitého systému také hraje svojí roli, kdy preference tíhnou zejména k legislativám, se kterými existuje dlouhodobá zkušenost a které mají vybudovanou určitou „obchodní značku“. Musíme si uvědomit, že i v tomto hraje rozdíl mezi „lucemburským“ a „českým“ fondem svojí roli. Mladé systémy, jako je například náš český, musí v očích některých investorů vzbuzovat určitou apriorní nedůvěru, protože může být nálepkován předsudkem „divokého východu“. V oblasti psychologických faktorů je pro prosazení se na trhu konkurenčních legislativ důležitý kvalitní marketing vlastního systému.

Ve světle těchto faktorů je dobře vidět, že Česká republika oproti svým vyspělejším konkurentům má v mnoha ohledech co dohánět, protože jak v oblasti objektivních faktorů (vyšší zdanění než například v Lucembursku, regulatorní nejistoty či omezené nabídky kvalitních podpůrných služeb, tzv. *back office*) i čistě subjektivních hledisek více nebo méně zaostává. Je tedy důležité stanovit, kterými prostředky je možné zavedeným destinacím konkurovat, možnosti jsou zejména dvě: cena a flexibilita. Český systém musí být, pokud chce uspět, ekonomicky efektivnější a musí se snažit o vyšší flexibilitu, aby mohl vyjít vstříc specifickým požadavkům různých investorů.

## 6. Trh nemovitostí v ČR

Abychom pochopili, jaké uplatnění mají možnost získat české nemovitostní fondy na trhu nemovitostí, musíme se zabývat tím, jak trh nemovitostí funguje a čím je specifický. Velikou nevýhodou trhu nemovitostí je, že narozdíl od trhů běžných aktiv jako jsou akcie nebo dluhopisy, národní trhy nemovitostí vykazují mezi sebou podstatně výraznější odlišnosti. Je velice těžké hovořit o nějakém univerzálním modelu. Jediná kapitola, která je trhům víceméně společná, jsou charakteristiky nemovitostí z pohledu „komoditního“. Národní trhy jsou naopak směsí neuniverzálních legislativních systémů, kulturních tradic a technických postupů. Vlivem globalizace se unifikuje určitá část produkce nemovitostí, je to však pouze malý segment, který má i tak své regionální odlišnosti dané různými systémy stavebních norem a územního plánování. V této kapitole se zaměříme pouze na český trh nemovitostí i s vědomím, že české nemovitostní fondy nebudou nutně investovat pouze na našem území. Můžeme ale reálně předpokládat, že jejich investiční činnost bude zejména v prvních letech zaměřena pouze na domácí trh.

Hlavní charakteristikou trhu nemovitostí je, že **neexistuje trh jeden, ale trhy dva!** Navíc trh nemovitostí nelze efektivně zkoumat v tradičním pojetí ekonomického cyklu, protože „v zásadě neexistuje žádná jednotně přijímaná ekonomická teorie, která by vysvětlovala vztah mezi průběhem cyklu na trhu nemovitostí a cyklickým chováním národní ekonomiky“ (Sunega, 2002). Trh nemovitostí má ve své podstatě dvě základní složky, které jsou (bohužel pro účely výzkumu) odlišné ve svých aspektech. **Základní dělení trhu je na nemovitosti určené k bydlení (rezidenční) a tzv. nemovitosti komerční.**<sup>111</sup> Mezi komerční nemovitosti se počítá škála různých typů jako jsou kancelářské budovy, obchodní (retailové) prostory, průmyslové a logistické nemovitosti, hotely a nemovitosti určené pro poskytování služeb volného času (kultura, sport).

Tyto dva základní trhy se nejen liší ve svých funkcích a účelu, ale i jejich tržní cyklus je většinou odlišný a závislý na množství rozdílných parametrů. Jednou z mála společných charakteristik je dostupnost úvěru a cena stavebních prací. Dynamika cen na obou trzích, která

<sup>111</sup> Na tomto místě je nutné si uvědomit určité významné výjimky. V první řadě je to zemědělská a lesní půda společně s vodními plochami. Všechny tři zmíněné na trhu nemovitostí počítány nejsou. V druhé řadě je to subsegment nemovitostí, které nejsou určeny k bydlení, přesto nejsou vnímány jako nemovitosti komerční. Zde je řeč zejména o nemovitostech, které jsou v majetku státu nebo obcí a slouží účelům, které mohou mít v komerčním světě paralely. Mezi takové můžeme počítat nemovitosti využívané veřejným sektorem jako kanceláře, lékařská zařízení, kulturní zařízení apod. Tyto činnosti, které mohou být stejně dobře umístěny i v typických komerčních, rozumějme nájemních, nemovitostech, jsou z velké části umístěny do nemovitostí, které na trh komerčních nemovitostí většinou nevstupují.



ekonomy na nemovitostech zajímá asi nejvíce, může být nezávislá. Příklad lze vzít ze současnosti, kdy ceny komerčních nemovitostí vykazují stabilní vývoj, zatímco ceny bydlení v mnoha zemích mají podstatně živější vývoj.<sup>112</sup>

Trh rezidenčních nemovitostí je ovlivněn třemi základními skupinami faktorů (více v Sunega, 2002): i) reálné faktory, ii) monetární a finanční faktory, a iii) faktory inherentní ke změnám v objemu produkce. Mezi reálné faktory počítáme demografické vlivy, důchodový efekt a obsazenost. Mezi finanční a monetární vlivy, které obdobným způsobem ovlivňují i trh komerčních nemovitostí, jsou náklady a dostupnost úvěrů, výnosová míra (a její relativní vztah k výnosům z jiných aktiv), fiskální a monetární politika státu (státní politika bydlení, regulace nájmu, podpora hypotečního financování, stavební spoření apod.). Trh komerčních nemovitostí je ovlivňován stejnou skupinou faktorů, které se až na zmiňované úvěry a stavební produkci projevují odlišně. U komerčních nemovitostí nejsou tak důležité demografické faktory, ale hospodářský růst ekonomiky a očekávání firem. Fiskální politika státu vůči sektoru komerčních nemovitostí je charakterizována systémem odlišných podpor (strategie územního rozvoje, revitalizace brown-fields, investiční pobídky apod.). Stát na trhu komerčních nemovitostí intervenuje podstatně méně.

Český trh nemovitostí si po roce 1990 prošel podobně jako sektor kolektivního investování výrazným vývojem, na rozdíl od kolektivního investování však v současné době trh nemovitostí stále vykazuje významné odchylky od virtuálního „standardu“.

### **6.1 Vývoj trhu nemovitostí po roce 1990**

Trh nemovitostí v době socialismu, stejně jako jiné trhy, fakticky neexistoval. Komunistický režim se postavil proti soukromému vlastnictví a úroveň vlivu státu dosáhla prakticky stoprocentní kontroly nad celým „trhem“. Soukromé vlastnictví bylo prakticky eliminováno, protože se na něj pohlíželo jako na prostředek „vykořisťování“. Proto byla většina soukromých nemovitostí zestátněna či jako státní vybudována (družstevní vlastnictví bylo soukromé pouze teoreticky), jedinou výjimkou bylo vlastnické bydlení omezené na individuální rodinné domy a víkendové nemovitosti. Ceny byly stanoveny administrativně a drženy na uměle nízké úrovni, pronajímání soukromých nemovitostí prakticky neexistovalo.<sup>113</sup> Některé segmenty trhu byly oproti tržním ekonomikám značně potlačené a nerozvinuté, zejména služby a obchod.

<sup>112</sup> V rámci vyspělých ekonomik, s výjimkou Německa, Japonska a Švýcarska, od roku 1998 ceny bydlení rostou rekordním tempem – Anglie, USA, Švédsko, Austrálie, Francie, všechny tyto trhy vykazují v segmentu bydlení nebývalý a dlouhodobý růst.

<sup>113</sup> Nájem byly zafixovány na úrovni roku 1964. K tématu více např. Lux (2006).



Stát byl rovněž vystaven nedostatku nemovitostí rezidenčních, který byl řešen masivní výstavbou unifikovaných bytových domů, které významně změnily strukturu měst. Sektor bydlení se rozvinul v administrativně přidělový systém. Celý systém sice ke konci nevykazoval výraznější kapacitní nedostatky, v průběhu let se však nahromadil značný deficit ve standardu a technickém stavu bydlení. Tam, kde existoval určitý nedostatek, byl přístup k bydlení řešen vznikem černého trhu.

### 6.1.1 Liberalizace, privatizace a změna vlastnické struktury

Česká cesta transformace byla charakterizována rychlou liberalizací cen, zahraničního obchodu a rozsáhlou privatizací majetku držného státem.<sup>114</sup> Co se týká cen, tak ty byly s výjimkou nájemného u bytových prostor uvolněny již v lednu 1991. Určitý stupeň regulace byl také ponechán u sektorů, které se nepřímo dotýkají trhu nemovitostí, jako jsou energie a některé služby. Druhým hlavním transformačním krokem byla změna struktury vlastnictví, o které se obecně hovoří jako o privatizaci, která se odehrávala v rovině privatizace, reprivatizace a převodů ze státního do obecního vlastnictví. Na nabývání nemovitého majetku bylo uvaleno jedno omezení, které se týkalo nabývání nemovitostí zahraničními státními příslušníky. Omezení bylo však stanoveno pouze na fyzické osoby a dalo se snadno obejít vytvořením obchodní společnosti a nákupem nemovitosti přes tuto firmu.

Privatizace měla dvě hlavní složky: malou a velkou privatizaci. Reprivatizace probíhala prostřednictvím restitucí, což znamenalo, že se vracel majetek původním majitelům nebo jejich dědicům. Významnou část úvodní fáze privatizace hrály i převody nemovitostí do obecního vlastnictví, které byly později také předmětem skutečné privatizace. V roce 1991 takřka jednorázově došlo k ohromnému přesunu majetku na obce. Tento proces se týkal asi 6000 obcí a celkový objem převedeného majetku byl kolem 350 mld. Kčs<sup>115</sup>, na kterém největší podíl představovaly byty (877 tis. bytů, což představovalo 23,5% celkové zásoby bydlení) (Kotrba, 1994, Lux 2006).

V malé privatizaci šlo zejména o prodej malých obchodních jednotek dražených ve veřejných aukcích. Účelem malé privatizace bylo uvolnit kapacity pro vznik drobného podnikání. První aukce proběhly ve druhém čtvrtletí roku 1991 a poslední na konci roku 1993. Tímto způsobem se pod soukromou kontrolu dostala značná část nemovitého majetku určeného

<sup>114</sup> Jedním z předpokladů pro rozvoj trhu nemovitostí byly i ústavní změny, které postavili všechny formy vlastnictví, včetně soukromého, na společný základ (Sýkora, Šimoníčková, 1996). Soukromému vlastnictví se dostalo zákonné ochrany, i když v některých ohledech byla tato ochrana omezená.

<sup>115</sup> Oficiálně vykazovaná účetní hodnota veškerého státního majetku v roce 1990 (státní firmy včetně nemovitostí, infrastruktury, kulturních památek atd.) byla 2,604 bil. Kčs.

zejména k poskytování služeb (obchody, služby, dílny, restaurace, hotely). Malá privatizace byla málokdy využívána k privatizaci celých firem. Z těchto firem byly pouze vyváděny fyzické jednotky. Prostřednictvím tohoto procesu bylo vydraženo kolem 22 000 jednotek (Earle a kol., 1994). Ve většině případů se však nejednalo o prodej, ale pouze o právo nájmu (obvykle na 5 let), což do určité míry vnášelo mezi „kupující“ nejistotu.

Prostřednictvím velké privatizace se prodávaly celé firmy a to buď pomocí metody kupónové nebo prostřednictvím přímých prodejů. V tomto procesu také došlo k velkému transferu nemovitostních aktiv zahrnutých v majetku podniků. Jednalo se o pozemky, výrobní kapacity i kancelářské budovy. V časech privatizace tyto nemovitosti neměly často vysokou hodnotu, která však v některých segmentech radikálně narostla během krátké doby, zejména pokud se jednalo o nemovitosti s atraktivní polohou a funkcí. Velká část průmyslových nemovitostí však měla vzhledem k časté ekologické zátěži a nízké možnosti faktického využití nízkou tržní hodnotu. I když v rámci velké privatizace došlo k transferu velké části podniků, některé strategické firmy si stát ve svých rukou ponechal, zejména z oblasti energií a bankovníctví, které držely mimo jiné i velké objemy nemovitostních aktiv.

Jedním z politických rozhodnutí bylo, že by stát měl odčinit část „křivd“ způsobených zestátněním soukromého majetku. K tomuto kroku se však přistoupilo pouze selektivně a z množiny restitucí byly vyloučeny určité skupiny osob. Vracení majetku bylo upraveno řadou *restitučních zákonů*.<sup>116</sup> Restituce se v obecně netýkaly majetku zkonfiskovaného před únorem 1948. Z restitučních nároků byly vyloučeny osoby, které byly z ČSR vysídleny po druhé světové válce<sup>117</sup>, právnické osoby (zde se jednalo hlavně o faktické problémy kontinuity) a stále nevyřešenou otázkou zůstává i restituce majetku katolické církve. Celkově se restituce týkaly majetku v hodnotě mezi 75 a 125 mld. Kčs (Kotrba, 1994). V procesu restituce došlo k vrácení zhruba 30 000 průmyslových a administrativních budov společně se 70 000 bytovými a obchodními jednotkami. V Praze se například restituce týkaly asi 70% domů v centru města (Sýkora, Šimoníčková, 1996). V případech, kdy z určitých důvodů nebylo možné původní majetek vrátit, byly restituční nároky kompenzovány jinou cestou. Většina restitucí byla vyřízena

<sup>116</sup> Zejména podle Zákona č. 229/1991 Sb. o úpravě vlastnických vztahů k půdě a jinému zemědělskému majetku, Zákona č. 87/1991 Sb. o mimosoudních rehabilitacích a Zákona 403/1990 Sb. o zmírnění následků některých majetkových křivd.

<sup>117</sup> Otázka nápravy majetkových křivd je jedním z nejcitlivějších bodů ve vztazích mezi Českou republikou a Spolkovou republikou Německo. Pro obě strany byla otázka majetkových nároků (do)řešena přijetím Česko-německé deklarace v roce 1997, ve které se obě strany zavázaly, že do budoucna nebudou „zatěžovat své vztahy politickými a právními otázkami pocházejícími z minulosti“. Tím však otázka restitucí majetku nebo odškodnění není zcela uzavřena, proti ČR existuje i riziko individuálních žalob u Evropského soudu pro lidská práva a někteří čeští političtí představitelé také hovořili o odškodnění některých křivd (např. Petr Mareš z US, nebo Jiří Paroubek z ČSSD), nebylo to však ve smyslu vracení majetku. K ničemu konkrétnímu však zatím nedošlo.

v první fázi transformace, ve skutečnosti však ještě zcela ukončeny nebyly. Pozemkový fond má dodnes na starosti kompenzace nevyřízených restitučních nároků a některé kauzy se dostaly i do pozornosti médií. Jako kompenzace byly totiž fondem v některých případech přiděleny pozemky, které měly značný komerční potenciál, například pro rezidenční výstavbu.<sup>118</sup>

### 6.1.2 Vývoj segmentů trhu nemovitostí

Rozvoj trhu nemovitostí byl na počátku 90. let podmíněn faktory, ať už jejich přítomností nebo absencí, mezi které patřila fungující vlastnická práva, privatizace, liberalizace trhu a cen, vymahatelnost práv, efektivní systém evidence vlastnických práv, možnost využívat nemovitost jako zástavu a přístup ke komerčnímu úvěru.

Struktura měst byla v době socialismu určena odlišnými potřebami než je tomu u měst ve vyspělých zemích.<sup>119</sup> Hlavní rozdíly byly v nárocích na kanceláře a prostory pro obchody a služby, které byly za socialismu podstatně nižší, jak co se týká kvality tak i objemu. Centra měst, která mají obecně tendenci koncentrovat komerční funkce, byly určeny k bydlení v podstatně vyšší míře, než je tomu obvyklé. I přesto v nich byla koncentrována většina obchodní aktivity. Například Praha měla na konci 80. let více než polovinu obratu běžného zboží umístěnu v centru, kterou obývala pouhá dvacetina obyvatel města. Přesun ke komerčnímu využití centra akceleroval rychle po převratu. Již v roce 1995 byly zhruba tři čtvrtiny užitných ploch v historickém jádru Prahy využívány k nebytovým účelům (Sýkora, 1998).

#### 6.1.2.1 Trh kancelářských prostor

Rychlý rozvoj českého trhu nemovitostí byl v první řadě veden kancelářským trhem. Také se dá říci, že se těžiště trhu s kanceláři omezovalo pouze na Prahu. V dalších velkých městech a v regionech byla poptávka na podstatně nižší úrovni. Potřeba kanceláří byla na počátku transformace vysoká. Jednou skupinou poptávajících byly zahraniční firmy<sup>120</sup>, které expandovaly na čerstvě otevřený trh a zakládaly zde své pobočky. Na druhé straně to byly domácí firmy, které vznikly díky liberalizaci podnikání. Stávající firmy, zejména banky, měli také zájem o získání prostor k rozšíření svých aktivit. Objem kvalitnějších kancelářských budov na začátku 90. let byl značně omezený, lepší prostory měly zejména státní firmy zahraničního obchodu (Motokov, Strojimport). Nebylo výjimkou, že se první kanceláře zahraničních firem

<sup>118</sup> Jednou z výrazných kauz v posledních letech bylo podezřelé vydání zhruba 100 hektarů pozemků v Praze Uhřetěvesi, na které těsně před tím obec změnila územní plán s tím, že na nich chtěla sama budovat byty, přesto jí soukromé firmy u Pozemkového fondu „předběhly“ a získali tím do rukou lukrativní pozemky.

<sup>119</sup> V tomto smyslu se hovoří o rozdílu mezi *kapitalistickým* a *socialistickým* městem. O přechodové fázi mezi těmito dvěma stavy se hovoří jako o *postsocialistickém* nebo *postkomunistickém* městě. (Sýkora, 1998 nebo Sýkora 2007)

<sup>120</sup> Na celkovém počtu firem působících se sídlem v Praze měly společnosti se zahraniční účastí podíl, který v letech 1990 až 1996 osciloval mezi 15 a 20 % (Sýkora, 2007).

„zakládaly“ v hotelových pokojích nebo v bytech. Proto měla na trh kancelářských prostor velký vliv privatizace a restituce, která uvolnila prostory využitelné jako kanceláře ještě předtím, než mohly být fakticky postaveny nebo zrekonstruovány nové kapacity.

Reakcí na všeobecný nedostatek byly vysoké ceny nájmu. Nebylo výjimkou, že se v Praze v prvních letech pohybovali i kolem 100 DM za m<sup>2</sup>. To dalo značný impuls pro rozšíření nabídky, což následně stabilizovalo nájem kolem 50 až 55 dm za m<sup>2</sup> (Sýkora, 1998). První kancelářská „centra“ vznikly už v roce 1991, jednalo se však o jednoduché úpravy prostor, které byly sdílené někdy i více firmami najednou. První výrazný produkt na kancelářském trhu bylo International Business Center<sup>121</sup> v Praze 8, které v roce 1993 nabídlo 24 tis. m<sup>2</sup>. Dalším významnou realizací bylo Prague City Centre s 17,500 m<sup>2</sup>.

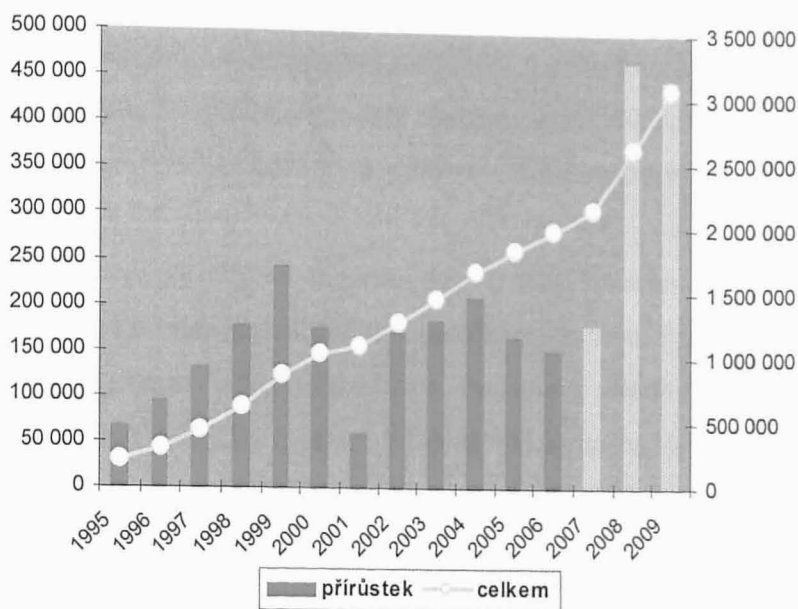
Zatímco první fáze byla tažena poptávkou nově zakládaných společností, v další fázi se jednalo spíše o expanzi stávajících firem, které hledaly nejen větší prostory, ale také takové, které by lépe odpovídaly jejich potřebám. V průzkumu z roku 1996 vyplynulo (Sýkora, Šimoníčková, 1996), že firmy v průměru pronajímaly kanceláře o 295 m<sup>2</sup>, přičemž velikost kanceláře rostla se vzdáleností směrem od centra.<sup>122</sup> Nové kanceláře v centru se pronajímaly nad 50 DM za m<sup>2</sup>, rekonstruované mezi 40 a 50 DM a mimo centrum to bylo mezi 20 až 30 DM. Polovina z oslovených firem již za sebou měla první stěhování, nejčastějším důvodem byly prostorové požadavky.

---

<sup>121</sup> V roce 2002 byl tento komplex prodán v jedné z významných investičních transakcí holandskému institucionálnímu fondu PBW Fund, který sdružuje jako investory německé pojišťovny.

<sup>122</sup> Toto číslo v čase významně rostlo, například v roce 2005 činily průměrné pronájmy již 734 m<sup>2</sup>.





Graf 4: Vývoj kancelářských prostor v Praze v letech 1995 až 2006 s odhadem pro následující tři roky  
(zdroj: Cushman & Wakefield)<sup>123</sup>

V roce 1996 centrum města Prahy přivítalo poněkud kontroverzní budovu Myslbek, která zaplnila jednu ze vzácných proluk v centru města a která nabídla 17,600 m<sup>2</sup>. Ve stejném roce přišlo na trh více kancelářských objektů, většinou se však jednalo o rekonstrukce stávajících budov. Skutečně rychlý rozvoj přišel až v letech následujících, kdy se začali realizovat projekty většího rozsahu. Nabídka nových kancelářských prostor poprvé překročila hranici 100 tis. m<sup>2</sup> v roce 1997 a akcelerovala až do roku 1999, kdy na trh přišlo zatím rekordních 242 tis. m<sup>2</sup> nových nebo zrekonstruovaných kanceláří. V tomto období se také na nájemním trhu začaly realizovat větší transakce, kdy byly jedinou společností pronajaty prostory v řádech ne stovek, ale tisíců metrů čtverečních. Ukázkovým projektem se v tomto směru stalo BB Centrum budované na Pankráci, kde developer stavěl většinu budov pro předem dohodnutého nájemce.<sup>124</sup> Podobně obsazené byla i Hadovka Office Park na Praze 6, která nabídla 25 tis. m<sup>2</sup> a také byla obsazena jen malou skupinou nájemců.

Důsledkem rychlého nárůstu nabídky byla i zvýšená neobsazenost kanceláří. V roce 1999 byla kromě rekordního přírůstku nových prostor dosažena i rekordní neobsazenost ve výši 16%, což vedlo k určité kompresi a stabilizaci nájmu. Načas došlo i k jistému útlumu produkce. V roce

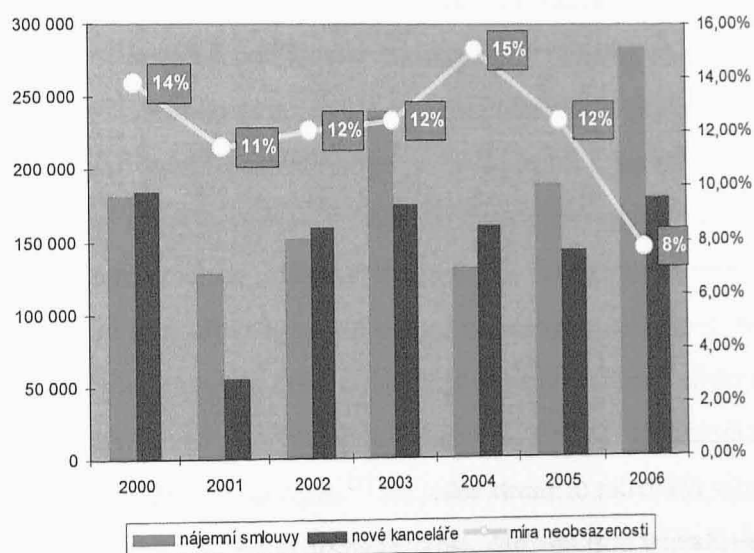
<sup>123</sup> pro roky 2007 až 2009 se jedná o maximální strop odhadů, ve kterých jsou zahrnuty všechny uvažované projekty - rekonstrukce stávajících staveb, projekty ve výstavbě a projekty ve fázi přípravy. Nelze předpokládat, že skutečnost bude odpovídat těmto číslům, přírůstky nových kanceláří se spíše budou blížit dlouhodobému průměru.

<sup>124</sup> První dvě realizované budovy BB Centra v letech 1998 a 1999 nabídky dohromady 29,300 m<sup>2</sup> a byly plně obsazeny jen několika málo nájemci.



2001 bylo dokončeno pouhých 60 tis. m<sup>2</sup> nových kanceláří, od následujícího roku se však nabídka vyrovnala s trendem nastaveným od roku 1997 a průměrně mezi roky 2002 až 2006 rostla o 176 tis. m<sup>2</sup> ročně. Nového rekordu bylo dosaženo v roce 2003, kdy se pronajalo celkem 241 tis. m<sup>2</sup>.<sup>125</sup> Za období 1995 až 2007 nová nabídka v Praze představovala průměrně 152 tisíc m<sup>2</sup> za rok.

Fakt, že v čase vysoké poptávky a tudíž i nájmu, nebyl trh schopen rychle zareagovat, je pochopitelně jednou z hlavních charakteristik nemovitostního trhu. Reagovat na neočekávané změny je trh schopen pouze s určitým zpožděním. Projektová příprava a samotná realizace je vždy procesem, který trvá několik let, navíc s přihlédnutím na značné komplikace, se kterými je spojena výstavba či pouhé rekonstrukce v památkově chráněném centru Prahy.



Graf 5: Uzavřené nájemní smlouvy, růst nabídky kancelářských prostor a průměrná míra neobsazenosti (zdroj: Cushman & Wakefield)

Zatímco v 90. letech se budovaly jednotlivé projekty, které nabídly tisíce metrů čtverečních, po roce 2000 se jednalo o celé komplexy či oblasti, které nabídly najednou desítky tisíc metrů a byly spojeny se změnami celých městských čtvrtí. Takovými projekty byly nejen zmiňované BB Centrum, ale také chodovský The Park, Nové Butovice a hlavním představitelem regenerace celé městské části se stal Smíchov v okolí stanice metra Anděl, které je bezpochyby nejvíce proměněnou čtvrtí Prahy.<sup>126</sup> Podobně se profiluje i Karlín, který se také rozrůstá o desetitisíce metrů kanceláří ročně.

<sup>125</sup> Záleží však na konkrétní metodologii výpočtu, pokud se od tohoto objemu odečtou určité nejednoznačné položky, rok 2003 byl srovnatelný s dlouhodobým průměrem.

<sup>126</sup> Například BB Centrum aktuálně sestává z více než 100 tis. m<sup>2</sup>, The Park 135 tis. m<sup>2</sup> a obě oblasti svojí nabídku dále rozšiřují.

Jedním z faktorů, který částečně omezoval růst trhu nemovitostí, přesněji řečeno domácí firmy působící v developmentu, byl omezený přístup k úvěrovému financování. V prvních letech transformace banky poskytovaly velké množství úvěrů za relativně měkkých podmínek. Mezi velké poskytovatele úvěrů patřily také Evropská banka pro obnovu a rozvoj a Evropská investiční banka (Charney, 2003). V druhé polovině 90. let se situace změnila. Přístup k úvěru od domácích bank se značně omezil. Nejen proto začaly developerskému trhu dominovat zahraniční firmy, které měly snazší přístup ke kapitálu. Úvěry byly často poskytovány zahraničními bankami, zejména francouzskými, německými a rakouskými. Tento vývoj nesouvisel pouze s akumulací špatných úvěrů u domácích bank, ale také s tím, že banky se nejdříve musely „naučit“ úvěry poskytovat, tzn. ohodnocovat riziko spojené s realitními projekty.

Podle hlavních realitních konzultantů<sup>127</sup> se celková nabídka kancelářských ploch v Praze ke konci roku 2006 dostala těsně pod hranici 2 milionů m<sup>2</sup>, přičemž se očekává, že v průběhu roku 2007 se rozšíří na 2,15 milionu m<sup>2</sup>. Jenže tato čísla odpovídají skutečnosti pouze částečně. Tyto statistiky jsou jejich tvůrci prezentovány tak, že se jedná o kanceláře typu A, B a C<sup>128</sup>, nepředstavují však celý trh. Obecně se dá říci, že čísla poskytovaná realitními konzultanty zahrnují nemovitosti, které prochází „rukama“ těchto firem. Skutečný stav trhu je o mnoho vyšší. Například již v roce 1996 se nabídka kanceláří v Praze odhadovala na 2,1 mil. m<sup>2</sup>, přičemž pouze něco přes 320 tis. m<sup>2</sup> bylo v nových nebo zrekonstruovaných budovách (Sýkora, Šimoníčková, 1996).<sup>129</sup> Podle standardů, se kterými pracují hlavní realitní zprostředkovatelé, se část kancelářských ploch se do statistik nevejde.<sup>130</sup> Na jedné straně to může být standard, stáří a stav budovy, na druhé straně také její nedostatečná velikost. Zároveň jsou v uvažovaných statistikách velké rezervy, které představuje majetek obcí nebo státu. Ten musí představovat desetitisíce metrů kanceláří, které na trh nevstupují. Novým trendem však je, že i státní či obecní instituce ve vyšší míře vstupují na nájemní trh a pronajímají si prostory na základě běžných požadavků, které na své prostory mají i firmy. Jednou z nejvýraznějších transakcí je v tomto směru pronájem bývalého sídla ČEZu pražským magistrátem, ale do nájemních vztahů šla i mnohá krajská

<sup>127</sup> Jedná se o pobočky globálních firem tzv. property consultants, které jsou spojeny v neformálním sdružení Prague Research Forum.

<sup>128</sup> Standard A odpovídá nejmodernějším kancelářím s nejvyspělejší infrastrukturou, B odpovídá novým nebo kvalitně zrekonstruovaným kancelářím s omezeným vybavením, standard C je pro starší budovy bez možnosti flexibilního uspořádání prostoru.

<sup>129</sup> Pro rok 1996 statistiky Cushman & Wakefield počítají s 309 tis. m<sup>2</sup>. Podobná data jsou citována v Adair a kol, 1999, pouze s tím rozdílem, že se jedná o rok 1997 a citovaným zdrojem je Jones Lang Wootton (dnes Jones Lang LaSalle).

<sup>130</sup> Avšak ani tyto firmy se ve svých statistikách většinou neshodují. Rozdíl je způsoben odlišným metodologickým postupem, kdy každá firma má svá vlastní kritéria, co lze považovat za co. Zajímavé srovnání nabízí například Trend Report 2006 na straně 32, kde je přehledně srovnány statistiky za trh kancelářských prostor pro dvě významné firmy, což paradoxně odkazuje na to, že ani firmy samotné interně nedodržují stejná metodologická kritéria a jsou spíše arbitrárně stanovena v různých pobočkách individuálně.

hejtmanství či některé státní instituce.<sup>131</sup> Zároveň se očekává, že celková nabídka postupem času poklesne o tzv. prvogenerační kanceláře, které vznikly přeměnou z bytových prostor, které budou přeměněny zpátky na byty (podle odhadu ARTN se jedná o 60 až 100 tis. m<sup>2</sup>). Protože je český trh trhem relativně malým, vykazované statistiky jsou velmi citlivé na výraznější transakce či velké budovy. Jediná nájemní smlouva nebo dokončená budova dokáže statistiky významně rozkolísat.

Po celá devadesátá léta se za český trh kancelářských nemovitostí považovala pouze Praha, protože aktivita mimo centrum byla podstatně nižší a to jak ze strany nabídky, tak i poptávky. Bylo víceméně otázkou času, kdy se aktivity firem rozšíří i mimo Prahu. Rozvoj sektoru služeb v hlavním městě spojený s nízkou mírou nezaměstnanosti měl za následek vyšší průměrné mzdy a zároveň se zvýšily náklady firem na hledání nových zaměstnanců. Proto došlo k tomu, že část firem přesunula své aktivity do regionů kvůli snižování mzdových nákladů nebo i kvůli nedostatku kvalifikované pracovní síly. Mezi hlavní příklady přesunu *back-office* činností či různých služeb, které je možné poskytovat dálkovým přístupem, své aktivity do regionů přesunuly některé banky nebo telefonní operátoři.<sup>132</sup> Různá centra tohoto typu vznikla i v poměrně malých městech jako například Kutná Hora nebo Chrudim.

Do pozornosti developerů se postupem času dostala i velká česká města, nejvýraznější aktivity na poli kancelářského developmentu zaznamenává Brno, pak Plzeň a v poslední době i Ostrava. Přesto je nabídka v těchto městech pouze zlomkem toho, co nabízí hlavní město. Výstavba kanceláří mimo Prahu má poněkud odlišné charakteristiky. Obvykle se budují menší objekty a výstavba bývá často rozdělena na více fází, kdy se další objekty dostavují podle toho, jak se vyvíjí poptávka. Není výjimkou, že kancelářské projekty jsou napojeny na výstavbu velkých nákupních center.

#### 6.1.2.2 Trh obchodních prostor

Za socialismu byl spotřebitelský sektor značně nerozvinutý. První fáze rozvoje obchodních prostor je spojená s malou privatizací, která tržním způsobem „přerozdělila“ existující kapacity. Na trh rychle expandovaly mezinárodní firmy či značky, jako například Benetton, K-Mart, Levi's, nebo síť rychlého občerstvení KFC a McDonald's. Využívaly se však zatím existující kapacity, nebo se na obchodní plochy předělávaly vhodně

<sup>131</sup> Jednou z nejvýznamnějších transakcí v roce 2005 bylo pronajmutí 4400 m<sup>2</sup> v budově City Empiria na Pankráci finančním úřadem Prahy 4.

<sup>132</sup> Příkladem významného přesunu může být GE Money Multiservis, který v Ostravě-Hrabové umístil své účetní a servisní centrum do budovy, kterou postavila developerská firma CTP Invest, která je zvláštní tím, že od počátku zaměřuje své aktivity na regiony, nikoli na Prahu, jak je to pravidlem u většiny firem působících na trhu.

umístěné zprivatizované domy. První moderní nákupní prostory se otevřely až v roce 1996. V Praze to byl zcela nový Myslбек nebo zrekonstruovaný Darex a Palác Koruna. V roce 1996 se nájmy v hlavních oblastech pohybovaly kolem 150 DM za m<sup>2</sup> (Sýkora, 1998).

V další fázi se začala budovat nová nákupní centra. První velkoformátové prodejny potravin (tzv. hypermarkety) se začaly stavět až od roku 1997. V tomto roce byly otevřeny dva a ke konci roku 2005 již v ČR stálo 192, tedy průměrné tempo činilo přes 20 nových hypermarketů ročně.<sup>133</sup> Mezi zeměmi V4<sup>134</sup> je ČR svým počtem hypermarketů počítáno na obyvatele na první příčce.<sup>135</sup> Hypermarkety byly také často umístěny do předměstských zón, ve kterých se začaly budovat nákupní centra, která spojila prodej různých druhů zboží. Jedním z nejčastějších doplňků potravinových hypermarketů se staly tzv. hobbymarkety. První, poněkud nekoordinovanou zónou, se stala oblast Průhonice-Čestlice, další velká suburbánní centra vznikla v Praze Letňanech, Zličíně a Černém Mostě. Vznik velkých nákupních center většinou probíhá, stejně jako je tomu u kancelářské výstavby, v režii mezinárodních firem, z nichž některé se zaměřují pouze na tento segment trhu. Vývoj v dalších velkých městech šel obdobným způsobem, pouze s určitým zpožděním.

V následné fázi se vývoj obrátil zpět k přirozeným centrům měst. Velká moderní nákupní centra, která pod jednou „střechou“ koncentrují desítky prodejních jednotek (mezi kterými dlouhodobě dominují obchody s módou), začala vznikat v místech s přirozenou koncentrací pohybu lidí. Takovými centry jsou například Nový Smíchov v Praze, nebo Galerie Vaňkovka v Brně, ale podobný vývoj se nevyhýbá ani menším městům.<sup>136</sup> Dobrým příkladem je Mercury Center v Českých Budějovicích, které unikátně zkombinovalo funkce nákupního centra s autobusovým nádražím, které se nachází na jeho střeše. Co se týká malých měst, zde se, oproti očekávání, také začaly prosazovat hypermarkety (i když v kompaktnějším formátu), což poukazuje na to, že na trhu je stále ještě místo pro rozšiřování prodejních řetězců. Kromě hypermarketů se na trhu i rychle v poslední době prosazují plochy menších formátů tzv. diskontních prodejen. Konkurence na trhu už také vytlačila některé významné hráče, kteří měli v prvních letech významný vliv na utváření prostředí. Trh postupně opustily firmy jako Julius Meinl, Delvita, Edeka nebo Carrefour.

<sup>133</sup> Hypermarketem se označuje prodejna s prodejní plochou minimálně 2500 m<sup>2</sup>. V současné době celková plocha hypermarketů přesahuje 1 mil. m<sup>2</sup>.

<sup>134</sup> Visegrádská čtyřka: Česko, Maďarsko, Polsko a Slovensko.

<sup>135</sup> Koncentrace velkoprodejen je v ČR více než dvakrát vyšší než v Polsku, což ukazuje na značný růstový potenciál tamního trhu.

<sup>136</sup> Největším nákupním centrem v České republice je aktuálně Centrum Chodov v Praze, které kombinuje pozici přímo u stanice metra a zároveň je snadno dosažitelné individuální dopravou.

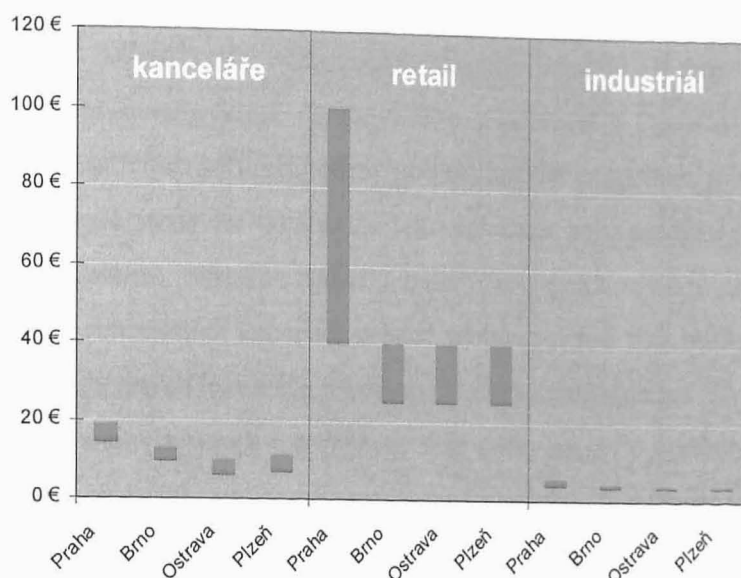


Jedním z ukazatelů, který signalizuje stav vyspělosti trhu obchodních prostor, je, že se v poslední době v Praze začínají otevírat prodejny luxusních světových značek. Tento stav je kombinací toho, že zde existuje dostatečně silná domácí poptávka po luxusním zboží a zároveň, že do Prahy přijíždí dost turistů, kteří vyhledávají luxusní zboží. Další možné koncepty prodeje, které se mohou v ČR prosadit, jsou tzv. outlety, což jsou centra se značkovou a luxusní módou za snížené ceny.

Podle nejaktuálnějších odhadů, celkový rozsah čistých prodejních ploch v ČR v roce 2006 dosáhl 10 mil. m<sup>2</sup>, což znamená, že na jednoho obyvatele připadá zhruba 1 m<sup>2</sup> (ARTN, 2006). To představuje 80% úroveň většiny vyspělejších evropských ekonomik, některé země však vykazují podstatně nižší čísla než ČR. Na rozdíl od kanceláří, řada firem, které pro svůj provoz potřebují velké prodejní plochy, spíše než nájemní vztahy preferují investice do vlastních prodejen (Tesco, Globus, Kaufland apod.). Do roku 2009 se nárůst nových obchodních ploch odhaduje až na dalších 600 tis. m<sup>2</sup> (ARTN, 2006). Důsledkem rychlého rozvoje sektoru retailu paradoxně došlo k situaci, kdy je nabídka a kvalita prostor v České republice někdy na vyšší úrovni, než je tomu u vyspělejších zemí „staré“ Evropy. Vysvětlení je poměrně jednoduché. Zaprvé, trh se začal rozvíjet s nepřírozeným zpožděním, tudíž „vakuum“ se rychle naplnilo. Zadruhé, relativně vyčerpané možnosti ve vyspělejších zemích na prázdný trh přilákaly velké množství firem najednou, které si ve stejnou dobu začaly budovat své pozice.

Co se týká nájmů u obchodních ploch, prvním určujícím faktorem je lokalita. V následujícím grafu, který srovnává rozptyly obvyklých a nejvyšších dosahovaných nájmů je zejména u retailu vidět významné rozdíly. Nejvyšší hodnoty dosahuje Praha, přičemž se jedná o tzv. *high street* retail, který označuje frekventované ulice v centru města.





Graf 6: Rozpětí nájmu (m2/měsíc), u obchodních prostor je jedná o tzv. high street a nákupní centra (zdroj: Cushman & Wakefield)

Graf nám nabízí srovnání rozptylů nájemného i ostatních typů ploch. U všech platí, že nejvyšší nájem se platí v Praze. U kanceláří se v současné době nejvyšší částky pod hranicí 20 eur platí v prostorách nejvyšší kvality v centru Prahy. Skladové plochy, u kterých je rozptyl nejmenší, jsou opět nejdražší u Prahy. Deklarované výše nájmu však nejsou příliš objektivní mírou, která jde snadno srovnávat. V publikovaných číslech totiž nejsou zahrnuté četné výhody, které nájemci při uzavření smlouvy získávají. Po očištění by čísla, zejména u kanceláří, byla o něco nižší.

Poněkud zvláštním segmentem, který lze vyčlenit i samostatně, je hotelnictví a služby spojené s turistickým ruchem. V mnohém se tento segment protíná i se sektorem retailu a není ho úplně snadné metodologicky vyčlenit. Na HDP se příjmy s turismu podílejí výraznou měrou, podle poměru zaměstnanosti i podílu na HDP je to sektor důležitější než stavebnictví!<sup>137</sup> V oblasti realit mají hotely své zvláštní postavení. Mezi institucionálními investory je o hotely zájem, protože se jedná o další možnost, jak funkčně diverzifikovat nemovitostní portfolia. Není výjimkou, že v Evropě vznikají specializované investiční fondy, které se zaměřují pouze na tento sektor nemovitostí.

Z investičního hlediska je v Praze o hotely velký zájem. Výnosy se podle odhadů pohybují na úrovni 13 až 15% (ARTN, 2006), což je pro investory velice atraktivní. Transakce

<sup>137</sup> 600 tis. lidí zaměstnaných v sektoru cestovního ruchu proti 440 tis. ve stavebnictví.

s hotely jsou však výjimečné, na trhu se příliš neobjevují.<sup>138</sup> O Prahu je ze strany světových hotelových operátorů zájem větší, než je sama schopná pojmout. V Praze stále ještě chybí některá zvučná jména hotelů, které dlouhodobě o přítomnost v Praze usilují, nejsou však k dispozici vhodné nemovitosti. Mimochodem, pod nejdražším pozemkem prodaným v Praze po roce 1990 se podepsala výstavba hotelu. Za rekordní cenu byla prodána jedna z posledních proluk v historickém centru města na Národní třídě,<sup>139</sup> na jejímž místě je připravován luxusní hotel. Konverze prvogeneračních kanceláří nebude probíhat pouze zpět na byty, řada bývalých činžovních domů ve vhodných lokalitách je přestavována na malé hotely.

Ve spojení s nemovitostmi a turismem se také často hovoří o výstavbě golfových hřišť. To se však netýká pouze sektoru cestovního ruchu, v některých místech jsou golfová hřiště budována jako doplněk rezidenčních projektů. Historicky významným je v ČR také sektor tzv. sekundárního bydlení. Ten se v poslední době znovu rozvíjí a v atraktivních oblastech pro rekreaci, zimní i letní, se budují rezidenční projekty, které jsou určeny právě jako nemovitosti druhého domova.

### 6.1.2.3 Trh průmyslových a skladových nemovitostí

Trh průmyslových a skladových prostor, tzv. industriál,<sup>140</sup> měl ve srovnání s ostatními segmenty trhu nemovitostí nejvíce odložený start. Žádnému z developerů se nechtělo pouštět do výstavby na spekulativní bázi, proto se příprava prvních velkých projektů protahovala na mnoho let (Sýkora, Šimoníčková, 1996). Tento fakt je hlavně reakcí na vývoj logistiky ve vyspělejších evropských zemích, ve kterých během 90. let spekulativní výstavba výrazně poklesla (ARTN, 2006). Specifikem tohoto segmentu je mimo jiné fakt, že zde nehrají žádnou roli architektonické kvality. Industriál je čistě utilitární a hlavní roli hraje využitelnost, lokalita a napojení na dopravní infrastrukturu. Segmentu industriálu určeného k pronajímání spíše než výrobní dominují skladové plochy. Výrobní plochy jsou stejně jako v případě potravinových řetězců spíše obsazené vlastníky. I když i v tomto směru se trend částečně obrací a na trhu je stále více firem, které preferují vyšší flexibilitu v podobě nájemního vztahu.

Ještě v polovině devadesátých let na trhu neexistovaly v podstatě žádné moderní logistické kapacity. Jedinou zónou, která nabízela určité omezené kapacity, byly Průhonice u Prahy, které však vznikly hlavně jako obchodní centrum s velkoobchody potravin, na které se

<sup>138</sup> Akvizice hotelů Ibis Karlín, Hilton Atrium nebo Marriott do portfolií institucionálních investorů byly spíše výjimečné.

<sup>139</sup> Neveliký pozemek, který byl dlouhodobě využíván jako parkoviště, pražský magistrát prodal za 234 700 Kč za m<sup>2</sup>.

<sup>140</sup> V angličtině je tento segment nazýván jediným termínem *industrial*. Český termín *industriál* se například v architektonické literatuře používá jako označení pro historickou průmyslovou architekturu.

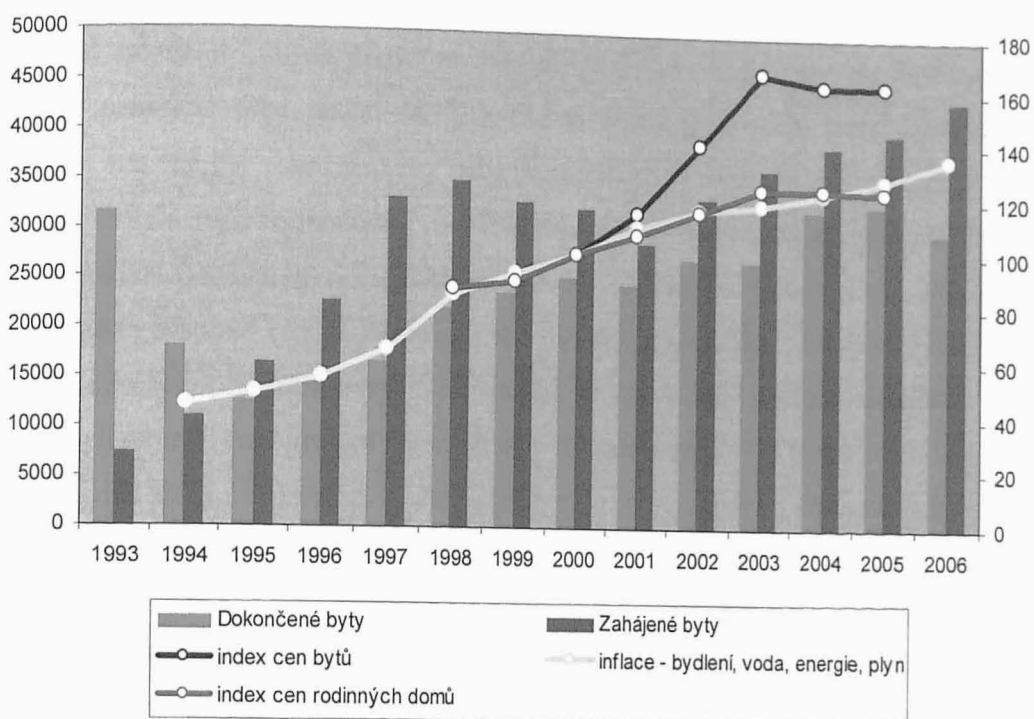
později připojily i jiné nákupní domy ze segmentu elektroniky, nábytku a hobbymarkety. To, že se většina skladových ploch nebuduje spekulativně, odráží i velice nízká neobsazenost. V červnu 2006 byla neobsazenost v Praze na úrovni 1,85 % a v regionech 1,42 % (ARTN, 2006). Rekordním rokem pro logistiku byl 2005, kdy se na trhu uzavřely smlouvy na více než 450 tis. m<sup>2</sup>. Výnosy se také pohybují o něco výš než u kanceláří a retailu, v současnosti se yield u industriálu odhaduje na 7,5% (ARTN, 2006). Nejvyšší nájemy za skladové plochy jsou dosahovány v Praze (4,25 až 5,50 eur/m<sup>2</sup>), oproti regionům však nejsou významně vyšší (4,50 v Brně, nebo 4 v Plzni či Ostravě). ČR se mimo jiné daří v oblasti logistiky díky tomu, že má silný statut tranzitní země. Jednou z příležitostí do budoucna, o které se dnes hovoří, jsou *brownfieldy*. Většina výstavby skladových a výrobních areálů zatím probíhala na „zelené louce“, bývalým průmyslovým, a dnes nevyužitým, komplexům se výraznější aktivita zatím vyhýbala.

#### 6.1.2.4 Trh bydlení

Rezidenční trh měl na počátku 90. let oproti dalším segmentům komparativně nejlepší pozici. Zásoba bydlení byla v podstatě dostatečná, nedošlo k žádným nerovnováhám vztahu nabídky a poptávky a cenově neprocházelo tak dynamickým obdobím. I v současnosti z hlediska počtu bytů (437 jednotek na 1000 obyvatel) patří český trh v Evropě k nadprůměrným. Problém je však ve skladbě, stáří, standardu a technickém stavu. Průměrné stáří bytu je zhruba 48 let a v oblasti modernizace existují významné mezery (Lux, 2006).<sup>141</sup> Z hlediska struktury v Česku dominují rodinné domy a mezi obyvatelstvem výrazně převažují preference vlastnického bydlení.

Počátek transformace byl poznamenán výrazným poklesem produkce bytů. Zčásti se sice dostavovaly projekty připravované ještě před rokem 1990, ale tato produkce se brzy vyčerpala. Nejnižšího výstupu bylo dosaženo v letech 1995 a 1996, kdy produkce poklesla pod hranici 15 tisíc dokončených bytů. Faktory, které nastartovaly další růst bytové výstavby po tomto období recese, se dají shrnout (ARTN, 2006): i) dostupnost hypotečního financování, ii) vysoká úroveň tržních nájmu a nabídka staršího bydlení způsobovaná regulací, iii) zhoršující se kvalita bytového fondu, iv) růst kupní síly obyvatelstva, v) marketing developerů, bank a spořitelny, a vi) důvěra investorů v pozitivní vývoj trhu bydlení.

<sup>141</sup> Vnitřní dluh na stavu bytového fondu v ČR je odhadován na 500 mld. Kč (ARTN, 2006).



Graf 7: Vývoj bytové výstavby 1993 – 2006, index spotřebitelských cen pro bydlení 1994 – 2006, vývoj cen rodinných domů 1998 – 2005 a bytů 2000 – 2005 (zdroj: ČSÚ)<sup>142</sup>

Poptávka po bydlení (bytech i rodinných domech) je dlouhodobě velice silná. Nejvyšší poptávka a tudíž i růst cen se týkal hlavně velkých měst, zejména Prahy.<sup>143</sup> Mezi roky 2000 až 2006 bylo v ČR průměrně dokončeno přes 28 500 bytů.<sup>144</sup> Většina poptávky je realizována individuálními investory (domácnostmi), ze strany institucionálních investorů je o koupě bytů s účelem jejich následného pronajímání prakticky nulový zájem. Investoři mají spíše zájem na spolufinancování výstavby rezidenčních projektů. V oblasti nájemního bydlení se skrývá do budoucna významný potenciál. Velkou část portfolií německých nemovitostních fondů tvoří nájemní byty (Maurer, Rainer, Sebastian, 2004), mimo jiné kvůli lepší diverzifikaci. Což poukazuje na to, že až v Česku bude skutečně fungovat trh nájemního bydlení, nemovitostní fondy na něm mohou hrát důležitou roli.

<sup>142</sup> U indexů – rok 2000 = 100. Indexy cen nejsou k dispozici pro celé sledované období, zejména ceny bytů a rodinných domů jsou publikovány se značným zpožděním. Data za ceny bytů a domů pro rok 2006 budou publikována pravděpodobně až ve 4. čtvrtletí 2007.

<sup>143</sup> Cenově nejdynamičtější části Prahy byly ty, kde byla i nejčilejší výstavba. Zatímco v „zavedených“ lokalitách ceny rostly pozvolně, v rychle se rozvíjejících se částech Prahy v některých letech ceny stouply o desítky procent. Rekordním byl rok 2002, kdy meziročně Praha 3-5, 8-28 vykázala meziroční růst o 28 %. V období 2001 až 2005 ceny v těchto částech Prahy rostly průměrně o 13,93 %, přičemž republikový průměr byl 10,17 % (ČSÚ, vlastní výpočty).

<sup>144</sup> Výstavba bytů je sice relativně silná, ale stále je například pod úrovní roku 1990, kdy bylo dokončeno přes 44 tis. bytů.



Hlavním problémem trhu bydlení byl v podstatě po celé období trh nájemního bydlení. Tento trh byl rozdělen „tlustou čarou“ na dvě odlišné části a to na trh tzv. regulovaných nájmu, které byly uzavřené před rokem 1993, a na trh nájmu smluvních, který se vztahoval na nemovitosti stavěné bez státní podpory nebo pronajímané po roce 1993. To znamenalo, že část nájemců uzavírala nájemní smlouvy za běžných „tržních“ podmínek, zatímco přibližně 17 % obyvatel požívalo výhod vysoké zákonné ochrany a nízkých nájmu (Lux, 2006).<sup>145</sup> Tato dvoukolejnost způsobila i vznik černého trhu s tzv. dekrety. Otázka se stala citlivou politickou kauzou. (Ne)Řešení problému dospělo tak daleko, že v roce 2002 došlo k faktickému zmražení regulovaných nájmu (kupříkladu v Praze zamrzlo na úrovni zhruba 20 % smluvního nájemného). Stav byl podle nálezu Ústavního soudu diskriminační a v rozporu s Listinou lidských práv a svobod, přesto se však politické strany nebyly dlouho dobu schopné dohodnout. Otázka byla nakonec „vyřešena“ přijetím Zákona o jednostranném zvyšování nájemného z bytu v březnu 2006.<sup>146</sup> Deregulace nájmu tak začne od 1. ledna 2007 a potrvá až do roku 2010. Od ledna 2011 budou všechny nájmy sjednávány volně. Nad nájemním bydlením však zůstává řada otázek.

Jedním z hlavních problémů zůstává nedostatek nájemního bydlení. Paradoxně však v určitém segmentu nájmy klesají. Podle odhadu v Praze mezi léty 1998 až 2004 došlo k poklesu smluvních nájmu o téměř 50 % (ARTN, 2006). Jedna z příčin je právě i dvoukolejnost trhu s nájmy. Jedním z důsledků velikého rozdílu mezi smluvními a regulovanými nájmy bylo, že tento fakt přispěl k zvýšení preferencí vůči vlastnickému bydlení. Výše tržního nájemného a nízkých úrokových sazeb motivovalo řadu domácností investovat než využívat nájemního vztahu.

Jedním z problémů je i státní politika podpory bydlení. Existuje sice státní koncepce bytové politiky, ta je však roztržštěná, nesystematická a nepříliš koncepční. Státní podpora bydlení je praktikována různými způsoby, mnohé z nich jsou však z hlediska efektivity značně diskutabilní (např. podpora stavebního spoření, státní dotace na stavbu bytů apod.). Jedním z posledních příkladů je i problematika DPH ve vztahu k bydlení. V přístupové smlouvě do EU si ČR vyjednala výjimku, podle které je bytová výstavba do konce roku 2007 zdaněna sníženou sazbou DPH. Navržené řešení (které však stále není jisté) pomocí koncepce tzv. sociálního bydlení je příkladem zcela nekonceptního kroku (více např. Posolda, 2006).

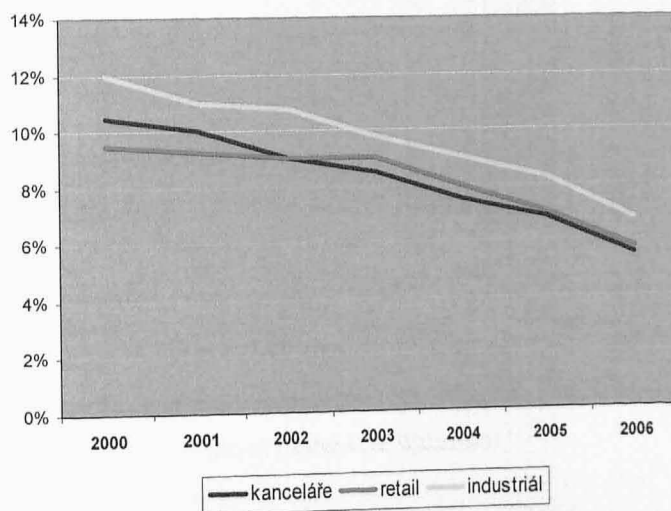
<sup>145</sup> Existence regulace také například znamenala, že 10% nejmajetnějších českých domácností (vyjádření jako desátý decil podle příjmu na spotřebu) užívá výhod regulovaného nájemného.

<sup>146</sup> Zákon č. 107/2006 Sb.

### 6.1.2.5 Investiční trh

V první polovině 90. let byla nabídka nemovitostí k prodeji vyšší než poptávka. Trh byl přesycen restituovanými nemovitostmi a zájem byl pouze o ty, které byly v atraktivních lokalitách nebo se daly využít jako obchody nebo kanceláře. Protože poptávka po nemovitostech se omezovala zejména na Prahu a některá velká města, ceny mezi centrem a regiony se značně oddálily a to v podstatě ve všech segmentech trhu. Na trh však nevstupovali žádní institucionální investoři, kteří domácí trh zatím vnímaly jako příliš rizikový. Tzv. investiční transakce se omezovaly pouze na firmy, které investovaly do nemovitostí pro účely vlastního užívání.<sup>147</sup> Obecně se však termínem „investiční transakce“ označují obchody, kdy kupující nabývá nemovitost za účelem jejího pronajímání, nikoli aby ji sám z velké části užíval. První transakcí, ve které byl zainteresován klasický institucionální investor, byla budova Mediatelu v pražském Karlíně, kterou do svého portfolia koupila německá banka v roce 1998.<sup>148</sup>

Rozvoj skutečného investičního trhu byl pozdržen dvěma hlavními faktory. V první řadě na trhu nebyl dostatek nemovitostí vhodných k investicím a risk spojený s investováním v celém regionu byl hodnocen jako příliš vysoký.



Graf 8: Vývoj „indikativních“ (nejvyšších, referenčních) výnosů<sup>149</sup> - yieldů (zdroj: Cushman & Wakefield)

Nejatraktivnější kategorií z pohledu institucionálních investorů jsou kanceláře. Na tomto trhu probíhá nejvíce investičních transakcí a yieldy<sup>150</sup> jsou zde oproti jiným segmentům nejnižší.

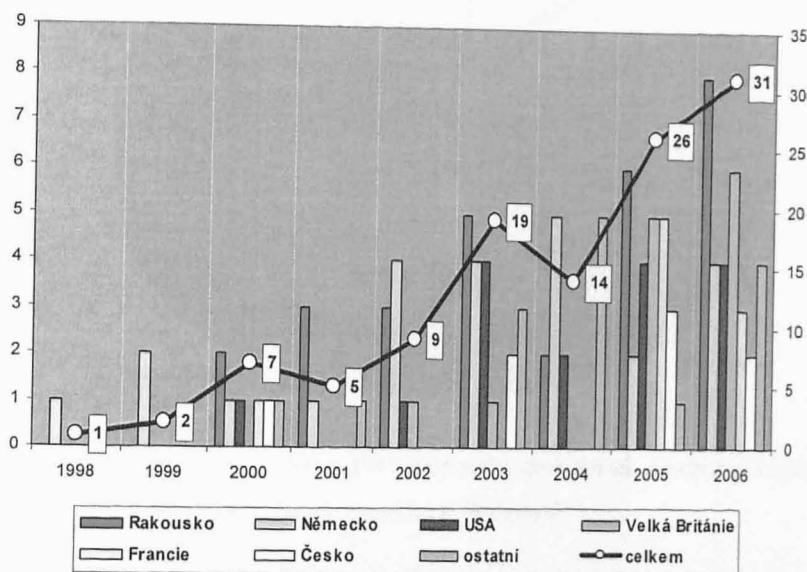
<sup>147</sup> V angličtině *owner-occupied*.

<sup>148</sup> Transakce byla v následujícím roce doplněna o další budovu v Karlíně – Thámova 18. Obě budovy byly v době transakce plně pronajaty a dosažený yield byl na úrovni 10,85% a 11,2% (McGreal a kol., 2002).

<sup>149</sup> *Prime-yields*.

Výnosy z investic do obchodních prostor se zpravidla pohybovaly blízko výnosů kancelářských prostor. V posledních letech však je toto srovnání velice problematické dělat, protože nedošlo k žádným významnějším transakcím, které mohly být použity jako reference.

Relativně rychlý pokles yieldů u nemovitostních transakcí byl poněkud překvapivý (Chapman, rozhovor, 2006). V roce 2000 by se pravděpodobně nenašlo mnoho lidí, kteří by souhlasili s představou, že již za pět let dojde k poklesu yieldu pod šestiprocentní hranici.<sup>151</sup> V tomto směru začal trh „dozrávat“ podstatně rychleji. Růst cen komerčních nemovitostí byl zapříčiněn zejména zvýšenou poptávkou ze strany institucionálních investorů. Už několik let o českém investičním trhu platí, že je na něm více investorů ochotných kupovat, nežli produktů, které je možno koupit. Kvůli tomu se o současném stavu hovoří jako o „trhu developerů“. U nemovitostí, které se na investiční trh dostanou, se často jedná o produkty, u kterých developeři realizují své zisky či získávají kapitál pro další činnost či expanzi na nové trhy.

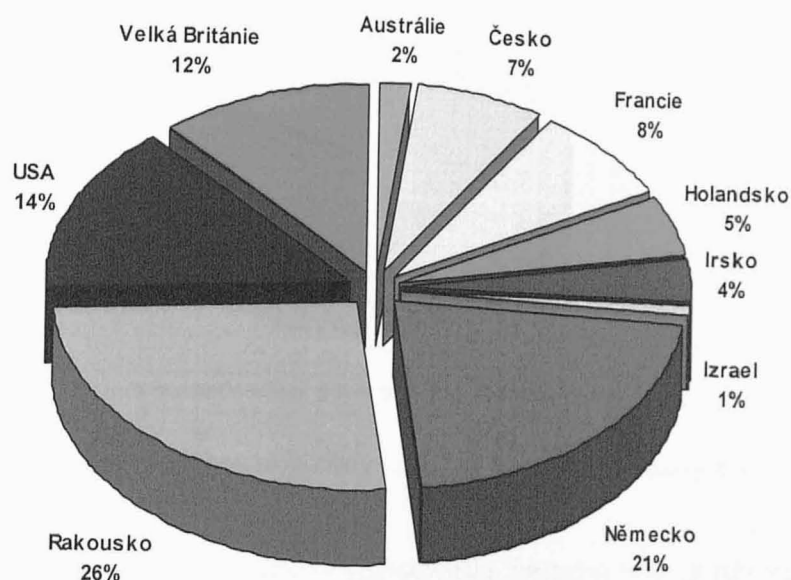


Graf 9: Investiční transakce na českém trhu nemovitostí 1998-2006 podle původu kapitálu u vybraných zemí (zdroj: Cushman & Wakefield)

<sup>150</sup> Termín *yield* (výnos) patří mezi profesionály k nejpoužívanějším a často se o něm hovoří v médiích. Přesto však mnoho lidí přesně netuší, o co se jedná a někdy se s ním pracuje velice nejednoznačně. Stručně řečeno se jedná o míru, za jakou cenu byla prodána nemovitost nesoucí příjmy z nájmu. Obecně se výnos počítá podle rovnice:  $YIELD = ANNUAL\ NET\ RENTAL\ INCOME / GROSS\ PURCHASE\ PRICE$ . V podstatě se jedná o ukazatel míry návratnosti (*rate of return*).  $ANNUAL\ NET\ RENTAL\ INCOME$  se rovná čistým příjmům z nájmu,  $GROSS\ PURCHASE\ PRICE$  se skládá z pořizovací ceny nemovitosti, poplatkům zprostředkovatelům a dalším službám, dost často je v něm také zahrnuta renovaci, nebo stavební úpravy pro nového vlastníka. Tato definice yieldu ale odpovídá britským standardům. Americká je o dost jiná, tam se jedná o tzv. *cash on cash yield*.  $YIELD = (INCOME - EXPENSES - DEBT\ SERVICE) / OWN\ CASH\ INVESTED$ . Pak lze dále také hovořit o  $INITIAL\ YIELD$ , což je výnos v okamžiku pořízení nemovitosti, který se počítá jako  $NET\ YEAR-END\ NET\ INCOME / YEAR-END\ CAPITAL\ VALUE$ , dále je možné hovořit o  $REVERSION\ YIELD$ , což je předpokládaný výnos v budoucnosti a také o  $EQUIVALENT\ YIELD$ , což je časově vážený průměrný výnos.

<sup>151</sup> Touto referenční transakcí byla koupě chodovského projektu The Park, která měla objem přes 200 mil. eur. Realizovaný yield byl konkrétně 5,8%.

Investiční trh také postoupil do další fáze, která je spojená se sekundárními prodeji (první institucionální investoři realizují své kapitálové zisky)<sup>152</sup> a vstupem investorů do projektů ve fázi developmentu na základě různých *forwardových* kontraktů. Nedostatek hotových produktů investory přinutil brát na sebe vyšší riziko a vstupovat do projektů již ve fázi přípravy. Nejčastějšími investory jsou u nás německé nebo rakouské fondy a banky, které byly prvními hráči na trhu a stále si svou pozici drží. Nástup britských investorů, kteří dnes patří k nejdůležitějším, byl až po roce 2002. Jak svědčí různé průzkumy (např. Adair a kol., 1999 nebo McGreal, 2001 a 2002), britští investoři oproti kontinentálním vnímaly domácí trh jako více rizikový.



Graf 10: Investiční transakce v letech 1998-2006 podle země původu (vlastního) kapitálu<sup>153</sup>

(zdroj: Cushman & Wakefield)

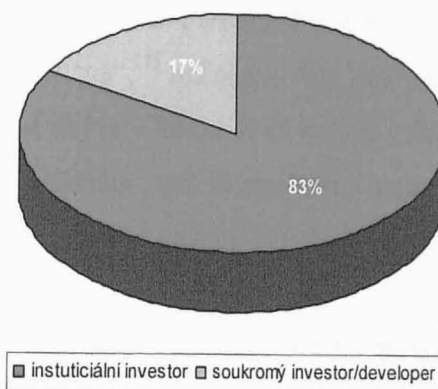
Na předchozím grafu je dobře vidět, že nejdominantnějšími hráči jsou skutečně rakouští a němečtí investoři. Data však bohužel nejsou vážená podle objemu realizovaných transakcí, ale pouze podle počtu obchodů. Větší nedostatek těchto statistik však vězí v jiném faktu. V mnohých případech je totiž velice diskutabilní přesně určit, co je zemí, odkud investor pochází. U některých investorů totiž přestává platit, že jsou spojeni s určitou zemí. Vlastní kapitál firmy totiž je již natolik rozptýlen, že geografická příslušnost již nehraje vůbec žádnou roli. Typickým příkladem je ORCO Group, které ve zmiňovaných statistikách několikrát figuruje. Pro účely této

<sup>152</sup> Referenčními transakcemi byly například Hadovka Office Park, která přesla z rukou německého fondu DIFA do amerického fondu Heitman, dalším příkladem byl Slovanský dům, který si mezi sebou předaly dva německé fondy.

<sup>153</sup> Toto rozdělení je založeno pouze na počtu uskutečněných transakcí, zajímavější by byl pochopitelně vážený graf podle objemu investic, taková data však nejsou přístupná, protože u většiny transakcí nejsou realizované ceny zveřejněny.



statistiky je však ORCO evidována jako francouzská firma, i když má sídlo v Lucembursku, centrum operací v Česku a v brzké době již bude kotována na čtyřech burzách cenných papírů. V mnohých investičních transakcích navíc ORCO zastupuje jím vytvořené lucemburské fondy určené institucionálním investorům, u kterých je původ kapitálu nezjistitelný. Následující graf nám poukazuje na fakt, že se na trhu pohybuje i řada soukromých investorů, kteří vyhledávají podobné příležitosti jako investoři institucionální. Opět je však někdy problematické určit, kde je hranice mezi soukromým a institucionálním investorem, protože ta se díky inovacím na kapitálových trzích v mnoha ohledech stírá. Poznat hranici mezi developerem a institucionálním investorem není snadné.



Graf 11: Investiční transakce podle typu kupujícího v letech 1998-2006 (zdroj: Cushman & Wakefield)

I když se nejčastěji hovořilo o tom, že institucionální investoři byly na náš trh přilákány zejména vyššími dosahovanými výnosy, není vhodné tento faktor příliš zobecňovat. Například investování izraelských nemovitostních firem v zahraničí má ve své podstatě jiný základ. Expanze tamních firem začala až po roce 1997 a hlavní oblastí zájmu izraelských investorů byly trhy střední Evropy, do jiných regionů Izraelci vstupují jen v omezené míře.<sup>154</sup> Během 90. let byla v Izraeli vybudována více než stovka nákupních center, což vedlo k velkému převisu nabídky v druhé polovině dekády (Charney, 2003). Trh byl zasažen vysokou mírou neobsazenosti a klesajícími nájmy. Jedním z řešení firem, jak uniknout stagnujícímu trhu, byla expanze do zahraničí. Izraelští investoři si trhy SVE vybraly pro jejich nenasycenost i geografickou blízkost. Situace v Izraeli nám může napovědět mnohé i o budoucím domácím vývoji. Podobný scénář s postupným saturováním trhu můžeme čekat i u nás, některé indicie už tomu i nasvědčují.

<sup>154</sup> Například Kardan Real Estate, dceřiná firma Kardan (GTC) patří mezi největší firmy na polském trhu. Další významnou firmou v regionu je Plaza Center zaměřená na budování retailových projektů (z daňových důvodů je registrována v Holandsku), mezi ně lze také počítat např. Africa Izrael Investments působící zejména v Praze, nebo NeoGroup.

### 6.1.3 Model vývoje trhu nemovitostí

Jak nám napověděly předchozí kapitoly, není snadné popsat trh nemovitostí jako jedinou kategorii. K výrazné segmentaci trhu v našem případě přispívá další důležitý faktor – nedostatek statistik. Na první pohled by se mohlo zdát, že tomu tak není, při bližším zkoumání však zjistíme, že dostupná data o trhu nemovitostí mají výrazné nedostatky. Ty se dají shrnout do kategorií: i) neúplnost, ii) metodologické nedostatky, a iii) nedostupnost. V první řadě jsou problematické samotné zdroje dat. Těmi jsou často soukromé firmy, u kterých lze s obtížemi předpokládat, že mají data úplná, tzn. o celém trhu. Ve většině případů se jedná pouze o segment, se kterým přijdou aktivně do kontaktu. V mnohých případech nelze vyloučit ani konflikt zájmů. Množství dat je také založeno pouze na referenčních transakcích (nájmy, yieldy apod.), zároveň nemůžeme očekávat, že jsou tato data „očištěná“.<sup>155</sup> Málokterá data jsou úplná v čase, čím více se blížíme roku 1990, tím dostupných dat ubývá. Obecně se dá říci, že s daty o vývoji trhu nemovitostí se dá pracovat pouze jako s indikativními, tzn. že **poukazují pouze na určité trendy**. Výjimkou v množině statistik z hlediska kvality mohou být údaje poskytované Českým statistickým úřadem, a to ne zdaleka všechny.

Jedním z hlavních zájmů ekonomického výzkumu nemovitostí je vytvoření cenových indexů, které věrohodně popisují vývoj trhu. K vytváření indexů však nepřispívá kromě problematické dostupnosti dat i nehomogenita nemovitostí jako sledovaného aktiva. Zatímco u běžných aktiv je to triviální záležitost, vytvořit z údajů o nemovitostech cenový index je velice obtížné. Poněkud snazší je to v zemích, které mají podstatně vyšší dostupnost dat o trhu nemovitostí (např. USA, Francie nebo Velká Británie). Některé nemovitostní indexy jsou v podstatě indexy akciovými, agregují data o veřejně obchodovatelných nemovitostních společnostech, zejména typu REIT. Takovým indexem je například index FTSE EPRA/NAREIT. Některé indexy jsou vytvořeny na základě dat o hodnotě aktiv v portfoliích institucionálních investorů. Takové indexy produkuje například britská IPD (v Evropě indexuje 13 zemí) nebo americká asociace NCREIF. Jiným přístupem je zase indexovat trh nemovitostí pomocí dat o vývoji hodnoty podílových listů nemovitostních fondů, jak to v případě Německa činí Maurer, Reiner a Rogalla (2003).

V odborné literatuře existuje shoda o tom, že nejpřesnějšími indexy jsou indexy hedonické a indexy opakovaných prodejů. Oba typy se však využívají hlavně pro trh rezidenčních nemovitostí. Jejich společným znakem je totiž potřeba vysokého množství vstupních dat. Zatímco hedonické indexy jsou metodicky založeny na regresním modelu, kdy je

<sup>155</sup> To se týká především údajů o nájmech. Nájmy bývají obvykle uváděny v nominální míře (stanovené ve smlouvě), ale skutečný nájem po odpočtení různých výhod, výjimek apod. může být odlišný.

výsledná cena výsledkem součinnosti různých faktorů (velikost, stáří, poloha nemovitosti atd.), indexy opakovaných prodejů jsou založeny na sledování cen nemovitostí, o jejichž prodeji existuje více než jeden záznam.

Pro oblast trhu rezidenčních nemovitostí už v ČR některé pokusy o indexaci cenového vývoje existují, žádný z nich však není přijímán bez vážnějších výhrad. Jedním z nejvíce používaných je index IRI (Institut regionálních informací), který sleduje vývoj cen tzv. standardního bytu a jeho zdrojem dat je novinová a internetová inzerce. Nevýhody tohoto indexu plynou z jeho podstaty, protože sledováním „standardního“ bytu (který je nadefinován plochou, počtem místností apod.) nám mohou unikat významné informace o pohybech mimo toto vymezení, kromě toho ani „standardnost“ nemusí být konstantní v čase. Inzerované ceny také nemusí být nutně těmi, které jsou ve skutečnosti realizovány. Dalším pokusem je P-Index sledující (zatím) rezidenční trh, který byl vytvořen teprve nedávno a který je založen na kombinaci statistických zdrojů, přičemž se zvláštní důraz klade na vývoj peněžní zásoby a úrokových měr. Tento index není přímo založen na datech o nemovitostech, ale „oklikou“ se k nim dostává přes kvantitativní teorii peněz. Protože se však jedná o index konstruovaný soukromým subjektem, jeho přesná konstrukce a metodologie není veřejně přístupná, je tudíž velice problematické hodnotit jeho vypovídací schopnost. Dalším indexem jsou data publikovaná Českým statistickým úřadem, která mají zase jinou škálu nevýhod. Zdrojem jsou sice údaje poskytované finančními úřady, které evidují ceny nemovitostí kvůli dani z převodu nemovitostí, ČSÚ ale nemá k dispozici všechna data. Pracuje pouze s podmnožinou dat, která není náhodným výběrem. Jedním z velkých problémů indexu ČSÚ je velká časová prodleva. Například data za rok 2005 byla publikována až v prosinci 2006. Týmem Socioekonomie bydlení při AV ČR byl na zakázku jedné z českých bank, která poskytla i data<sup>156</sup>, konstruován hedonický index cen bytů a domů, jehož výsledky však bohužel nesměly být publikovány. Naznačuje to však jednu z možných cest ke konstrukci kvalitního indexu. Banky díky poskytování hypotečních úvěrů mají přístup k velkému objemu dat o nemovitostech, přičemž evidují i množství detailních údajů, které jsou vhodné pro konstrukci hedonických indexů.

Zatímco pro rezidenční nemovitosti určité pokusy o indexaci cenového vývoje existují a přes jejich nedostatky se na indexech dají minimálně sledovat trendy vývoje, pro komerční nemovitosti nic obdobného neexistuje. V tomto směru budou pozitivní roli hrát institucionální investoři, kteří zpřístupňují data o aktuálním ocenění svých aktiv. Čím více jich na našem trhu

---

<sup>156</sup> S nejvyšší pravděpodobností se jedná o Českou spořitelnu.

bude působit, tím víc se přiblíží možnost, že na základě jimi poskytovaných dat bude možno vytvořit index komerčních nemovitostí pro naši oblast.

I když kvalitní data o cenovém vývoji na (celém) trhu nemovitostí zatím k dispozici nemáme, lze jednotným způsobem popsat jeho vývoj? Většina odborných publikací k tomuto problému přistoupila selektivně, to znamená, že jimi popisovaný vývoj trhu se ve skutečnosti zabýval pouze určitým segmentem. Tak například podle Iváničky a Špirkové (2003) se vývoj trhu komerčních nemovitostí v postkomunistických zemích dá dělit na tři základní fáze. V první fázi se trh internacionalizoval a firmy vstupovali do vztahů jako nájemci nebo jako majitelé. V druhé fázi se nemovitostní trh stal trhem investic. V poslední fázi dochází k nástupu projektů krytých domácím kapitálem a růstu lokálních firem. Sýkora (2007) rozděluje vývoj trhu kancelářských prostor v Praze na pět hlavních fází: i) nedostatek (1990-1992), ii) trh řízený nabídkou/první vlajkové projekty (1993-1996), iii) trh řízený poptávkou/vzrůstající diverzita (1997-1999), iv) trh investorů, stabilizace a vyzrállost (2000-2002), a v) trh nových příležitostí (2003-2006). V poněkud obecnějším pohledu se dá nahlížet na vývoj na našem trhu jako na zrychlený proces globalizace, který byl kvůli dlouhodobé ekonomické izolaci zhuštěn do podstatně kratšího období. Internacionalizace nemovitostních trhů se dělí na dvě základní fáze (Adair a kol., 1999). V první fázi se trh internacionalizuje příchodem firem, které vstupují do vztahů jako nájemníci nebo jako investoři. V této fázi se na trhu integrují také mezinárodní firmy působící jako *developeři* nebo *zprostředkovatelé*. Druhá fáze se vyznačuje příchodem mezinárodních investorů, kteří hledají nemovitosti jako specifické investice.

Neekonomický pohled může vývoj trhu hodnotit jako dopad na urbánní struktury. Tak můžeme například konstatovat, že se interní skladba měst výrazně změnila, zejména funkční a sociální aspekty vzorců využívání prostoru (Sýkora, 1998). Rozvoj spojený s rozvojem komerčních aktivit v některých částech měst s sebou přinesl významné vedlejší efekty tzv. *gentrifikace*,<sup>157</sup> který označuje nárůst renomé městských částí, zkvalitnění veřejných prostor a hlavně lokální růst cen nemovitostí. Kromě zkvalitňování některých oblastí jinde naopak dochází k *suburbanizaci*<sup>158</sup>, kdy dochází k významným změnám na hranicích měst.

Jak již bylo řečeno, žádný z těchto modelů nepopisuje celkový obraz trhu. Ten lze vytvořit, pokud se na vývoj trhu zaměříme v pohledu tří základních faktorů a přidáme k nim čtvrtý „rozměr“ – čas. Vznikne nám tedy jakýsi „čtyřrozměrný model“ trhu nemovitostí.

<sup>157</sup> Gentrifikace je fenomén, při kterém dochází k výrazným funkčním, sociálním a ekonomickým změnám, kdy se zanedbané, chudé nebo jinak „podřadné“ části měst mění vlivem příchodu bohatších obyvatel, prestižních firem apod. Typickým příkladem, který se uvádí, je změna newyorské městské části Soho, která se vlivem popularity stala drahou a vyhledávanou městskou čtvrtí.

<sup>158</sup> V angličtině se také velice často používá termín *urban sprawl*.

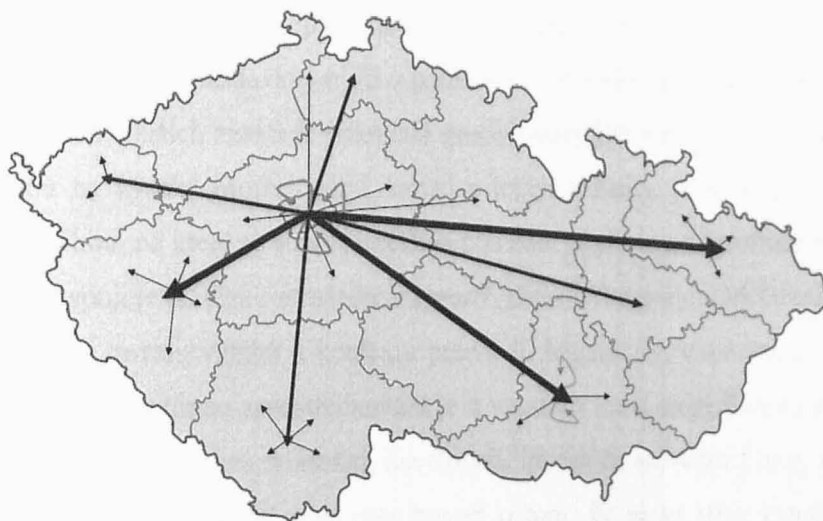


Faktory tohoto modelu jsou: i) **ekonomický agent**, ii) **funkce**, iii) **lokality**. Faktor ekonomického agenta zahrnuje typy subjektů, které se na trhu pohybují: domácnosti, firmy, stavební firmy, developeri, investoři, poskytovatelé služeb, banky, obce nebo stát a jak se tyto subjekty na trhu chovají, jakou hrají roli a jakým způsobem vyjadřují své preference. Funkce odpovídá segmentům trhu, tak jak ho vymezily předchozí kapitoly: kanceláře, retail, industriál a bydlení. U tohoto faktoru je hlavním ukazatelem objem, cena, výnos či obsazenost (čili faktory poptávky a nabídky). Faktor lokality zkoumá rozdělení trhu v prostoru, zda-li se jedná o hlavní město, regionální centrum, malé město nebo periferii, ale také jestli jde o centrum města nebo předměstí. V optice tohoto modelu nelze vývoj českého nemovitostního trhu rozdělit na jednoznačné fáze (například konjunktura, stagnace, kontrakce), protože když sledujeme vývojové linie jednotlivých segmentů, zjistíme, že byl jejich vývoj v čase odlišný.

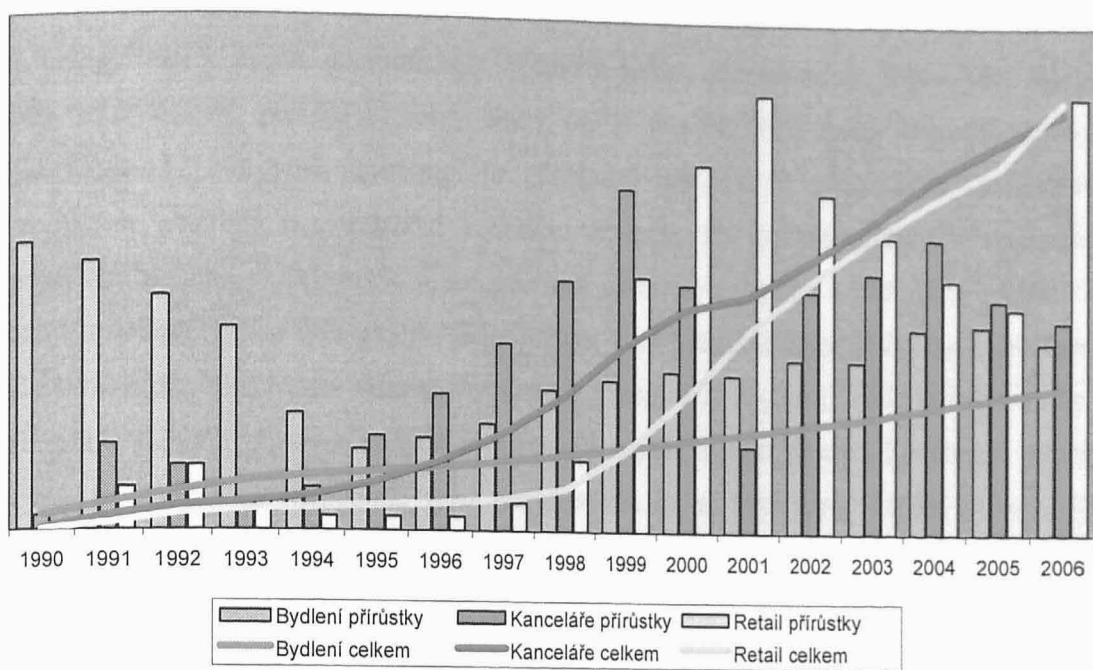
Nejjednodušším způsobem se dá popsat časový vývoj podle faktoru lokality. **Vývoj trhu nemovitostí šel od centra k periférii, aby se pak částečně vracel zpět do centra.** Tedy že se trh nejprve začal rozvíjet v Praze, pak na vývoj navázala velká regionální centra, pak menší města a obce na periférii. V druhé fázi se pak na mikroúrovni „pohyb“ na předměstí měst (obchodní centra, suburbanizovaná rezidenční výstavba) přesunul zpět do center. **Pokud se na vývoj trhu podíváme z hlediska funkčního, vidíme v podstatě pouze konjunkturální vývoj ve všech segmentech**, pouze s různým počátkem a nestejnou dynamikou. Časový nástup jednotlivých segmentů se konal v pořadí kanceláře, retail, bydlení, industriál a zatím žádný z nich nepřešel ani do fáze stagnace. Nikde se zatím nejeví známky saturovanosti (z pohledu celého trhu), i když určité indicie naznačují, že ji bude možná brzy dosaženo (např. retail). Nejsložitější je vývoj trhu sledovat v optice ekonomických agentů. Těch je totiž velká množina a v čase se jejich role proměňuje. Pohled na aktivitu ekonomických agentů je zejména transakční a kontraktuální, tedy že „charakter“ agenta je definován množinou transakcí a kontraktů, do kterých vstupuje. V první fázi vývoje trhu nejvíce činnými agenty byly stát, domácnosti a (obecné) firmy. Stát „přerozděloval“ nemovitý majetek, domácnosti byly jeho příjemci, uživatelé i prodávajícími a firmy tvořily poptávkovou část trhu, zejména po obchodních prostorách a kancelářích. V další fázi začaly na trhu intenzivně působit stavební a developerské subjekty a začaly se rozvíjet „specializovaní“ agenti poskytující různé podpůrné služby trhu nemovitostí: zprostředkování, projekční činnost, poradenství apod. Je významné, že mnohé z těchto subjektů přišly ze zahraničí. V této fázi hrály důležitou roli i obce, na které byly v první fázi převedeny nemovitosti z majetku státu. V další fázi na trhu výraznějším způsobem začaly působit banky jako poskytovatelé úvěrů. Domácnosti začaly výrazněji poptávat vlastnické bydlení i svou roli spotřebitele hrály i na rychle se rozvíjejícím se sektoru zboží a služeb. V následné fázi přišli na

trh, předtím zcela nepřítomní, institucionální investoři. Také se začaly profilovat silné domácí firmy působící v oblasti developmentu a investic, které představují alternativu k majoritě trhu kontrolovaném firmami se zahraničním kapitálem. V poslední fázi (až do současnosti) se trh vyznačuje působením široké škály ekonomických agentů. Některé investiční a podnikatelské příležitosti jsou již vyčerpány, proto některé subjekty (např. stavební a developerské firmy) expandují činnost na zahraniční nemovitostní trhy. Tato fáze se také vyznačuje tím, že na trhu vznikají nové typy kontraktů a možných transakcí, což je důsledkem toho, že se trh nemovitostí začíná více propojovat s trhem kapitálovým (vstup nemovitostních společností na burzu, možnost nepřímého investování do nemovitostí pro všechny třídy investorů atd.). **V optice ekonomického agenta pozorujeme, že se trh vyvíjí směrem k vyšší specializaci a diverzitě.**

Vývoj faktoru místa můžeme graficky popsat nejlépe na mapě ČR. Vývoj podle funkce lze popsat pomocí grafu, do kterého můžeme zahrnout zejména růst ploch (kanceláře, industriál) nebo stavební produkce (byty a rodinné domy) a doplnit ho můžeme i o cenový vývoj. Vývoj faktoru ekonomického agenta je možné vyjádřit jako vývoj na časové ose, přesto by se však jednalo o poněkud nepřehledný soubor informací. Konstrukci nám však ve většině případů brání nedostatek dostupných statistik. Následující schémata jsou založena předpokladech modelu, vychází však z kombinace skutečných dat a odhadů, proto je třeba je brát spíše jako ilustrativní.



Graf 12: vývoj trhu nemovitostí podle lokality (zdroj: Cushman & Wakefield; Sýkora, 1998; ARTN, 2006; odhady)



Graf 13: vývoj trhu nemovitostí podle funkce (zdroj: Cushman & Wakefield; ČSÚ; ARTN, 2006; odhady)

## 6.2 Vyzrállost českého trhu nemovitostí

Existuje jen minimální shoda o tom, co je to vlastně stav, kdy můžeme považovat nemovitostní trh za vyzrálý (*mature*). V širších souvislostech je to situace, kdy trh je schopen reagovat na širokou škálu požadavků, ať již z pohledu investičního, nebo uživatelského (Adair a kol., 1999). Jedním z dalších znaků je pokročilá specializace, kdy různé profese spojené s trhem nemovitostí jsou na vysoké profesionální úrovni a jejich nabídka je dostatečně konkurenční. Další charakteristikou, na které se shoduje většina pohledů, je přístup k informacím. Jiný přístup k vyzrállosti trhu spojuje hledisko *struktury* a *zprostředkování* (*agency*) (McGreal a kol., 2002). Struktura je zde ve smyslu vztahů a kontextu prostředí, legislativy, ekonomické vyspělosti na makro i mikro úrovni, zatímco zprostředkování je o vztazích mezi jednotlivými stranami, které na trhu působí: úvěrové instituce, vlastníci, developeři, investoři, stavební firmy, státní a obecní instituce. Jiný přístup k vyzrállosti trhů zase hovoří o tom, že je to stav, který se vyznačuje schopností konkurovat (jiným městům, regionům, ekonomikám) jako „magnet“ zahraničních investic.

Na téma, jak vidí zahraniční investoři český trh nemovitostí, bylo napsáno již více článků. Jedna studie (McGreal a kol., 2001), která se zaměřila na instituce a nemovitostní společnosti (přičemž větší důraz byl ve vzorku kladen na britské zástupce), zkoumala obecný pohled nemovitostních investorů. Výzkumníci se dotazovali, jaké motivy vedou nebo brání vstupu firem

na trhy střední Evropy. V tomto kontextu je nutné si uvědomit, že velká část investorů uvažuje o trhu nemovitostí v našem geografickém okruhu v širších souvislostech. Předmětem zájmu je region jako takový, protože samotný český trh je pro ně příliš malý. Hlavním důvodem respondentů (52 %), proč nevstupují na zkoumané trhy, je, že geografická (mezinárodní) diverzifikace portfolia není součástí investiční strategie. Na druhou stranu 9% respondentů odpovědělo, že mají veliký zájem o nemovitostní investice v regionu a buď již to udělali nebo uvažují o vstupu. Co se týká profilu riziko/výnos, Česká republika (proti Polsku a Maďarsku) vyšla jako země s nejnižším vnímaným rizikem, přesto celý region je stále považován za trh s rizikem vysokým. Zároveň je v očích investorů region vnímán pouze jako středně výnosný, což má jistě dopad na rozhodnutí spíše neinvestovat. Co se týká zdrojů rizika, investoři jako hlavní faktory uvádějí (v pořadí od nejvíce po nejméně) příliš úzký trh, přesnost dat, celkové ekonomické prostředí, transparentnost trhu a repatriace zisků. Korupce a byrokracie jsou, možná překvapivě, vnímány až jako středně silný faktor. V důvodech se objevuje i místní plánování, místní poptávka, měnové fluktuace a také problémy s oceňováním a měřením výnosů. Přístup k financování je hodnocen jako problém nejnižší. Pro firmy, které ve střední Evropě již investují, hlavní důvody pro investování jsou: i) proniknutí na nové trhy, ii) rozšíření vlastních aktivit, a iii) očekávání vyšších výnosů. ČR z výzkumu vychází jako země, která je nejlépe integrována do světové ekonomiky.

Vzhledem k tomu, že je informační transparentnost místních trhů velice nízká, celkový obraz o trzích SVE musí být vytvářen na základě velmi povšechných informací, které jsou často sdíleny na úrovni osobního kontaktu. Jenže, jak ukazuje Shiller (1995): „*lidé, kteří na sebe působí a stýkají se, mají tendenci myslet a chovat se podobně*“. Tento způsob jednání nazývá *stádovým chováním*.<sup>159</sup> Jak dále ukazuje (Shiller, 2001), rozhodování jednotlivce (investora) je systematicky zkreslováno úsudkem ostatních lidí. Na hodnotu dotazníkových informací musíme nahlížet i v této optice, protože obzvláště v malých ekonomikách dochází k podstatně intenzivnějšímu stýkání mezi *opinion-makers* i klíčovými manažery, a proto mohou být zmiňované efekty silnější. Vliv na orientaci investorů má nejen vhodnost prostředí pro ekonomické aktivity, ale i pro „fyzickou“ relokaci investorů do nového prostředí. Zde do hry vstupují blízkost a dopravní dostupnost (kvalita leteckého spojení atd.), místní kultura a kvalita služeb, nebo nálada a vztahy v obchodní „komunitě“.<sup>160</sup>

<sup>159</sup> v originále *herd behavior*

<sup>160</sup> Tento faktor byl Igalem Chernayem zdůrazňován jako velice důležitý pro orientaci izraelských investorů na ČR. Dobré vztahy mezi obchodníky, přátelské prostředí, přítomnost silné židovské kulturní tradice, to vše je označováno za důležité faktory rozhodování.



McGreal a kol. (2002) se ve svém následném dotazníkovém výzkumu zaměřily přímo na investory, kteří již v regionu působí, aby lépe vymezipaly faktory, které ovlivňují jejich rozhodování.<sup>161</sup> Primárním důvodem pro investování u všech oslovených jsou relativně vyšší dosahované yieldy.<sup>162</sup> Výnosová „prémie“ je pro ně dostatečná, aby vyvážila zvýšené riziko. Dalším důvodem je vyšší diverzifikace portfolií v geografickém smyslu. Dalším z faktorů byla označena, poněkud paradoxně, finanční krize v Rusku. Kapitál, který byl primárně určen pro ruský trh, musel najít alternativní umístění, proto volba padla na stabilnější *emerging markets*. Investoři dále pozitivně vnímali přípravný proces na vstup do EU. Jako čtyři klíčové problémy výzkum identifikoval: i) financování, ii) daňové struktury, iii) informace, a iv) pozemkové majetkové vztahy.<sup>163</sup> Nedostatečné informace byly vnímány jako problémový faktor zejména ze strany britských investorů. Neuralgickým bodem byly investory identifikovány vlastnické vztahy, respektive nejistoty a rizika s nimi spojené. McGreal a kol. s přihlédnutím na jimi definované kritéria vyvrátlosti identifikují na našem trhu významné nedostatky. Kromě již mnohokrát zmiňovaných jsou to i neprůhledné struktury veřejného i soukromého sektoru, které nahrávají klientelistickým a korupčním vztahům.

Jiní autoři, například Sýkora (2007) nebo PriceWaterhousecoopers (2006) hodnotí vyvrátlost českého trhu jako dosaženou, někteří ji hodnotí pouze jako částečnou (Ivánička, Špirková, 2003; Jones Lang LaSalle, 2003). Málodky však pro vyvrátlost stanovují nějaká přesnější kritéria, jedná se tedy spíše subjektivní hodnocení.

Pro hodnocení vyvrátlosti se zdá být vhodný „strukturální“ přístup (McGreal a kol., 2001). Pokud se zaměříme na jednotlivé aspekty, jsou lépe vidět nedostatky současného stavu. **Strukturu** můžeme vidět v první řadě jako saturaci trhu různými typy produktů. Zde je již v mnoha ohledech zdravě saturován a důkazem toho je, že se někteří developeři obrací na nové trhy, kde vidí zajímavější příležitosti. Segment, který vykazuje určité nedostatky, je například bydlení (nedostatky ve standardech a technickém stavu, neexistuje funkční trh nájemního bydlení). Dále je to také kancelářský trh mimo Prahu, který se teprve začíná rozvíjet a výrazné nedostatky vykazuje i sektor cestovního ruchu. Co se týká investiční struktury, v tomto směru je také náš trh již relativně vyspělý. Na trhu působí řada institucionálních investorů, kteří jen s obtížemi nacházejí vhodné produkty. Yieldy jsou stlačeny skoro až na obvyklou úroveň

<sup>161</sup> Visegrádské čtyřky – Česká republika, Slovensko, Maďarsko a Polsko.

<sup>162</sup> V době, kdy výzkum probíhal (2000 až 2001), se yieldy na pražském trhu pohybovaly na úrovni 9,5 až 10,5%.

<sup>163</sup> Z výzkumu není jasné, proč bylo financování projektů označeno jako problémová oblast. Je možné, že jako problém je to spíše vnímáno v rovině toků vlastního kapitálu a repatriace výnosů.

vyspělých ekonomik,<sup>164</sup> což poukazuje na dobré hodnocení rizika. Na druhou stranu je sekuritizace nemovitostních aktiv, kterou lze vnímat jako ukazatel vyspělosti trhu, na marginální úrovni. Míra přístupu drobných investorům k nemovitostem v podobě cenných papírů však rychle roste. Legislativní prostředí je také vyspělé, ale spíše než se zákonnými normami jsou vnímány nedostatky s obecnou vymahatelností práva. Co se týká struktur financování, přístup ke komerčnímu úvěru není pro zavedené subjekty prakticky problémem, na úrovni domácností se však hypoteční financování teprve začíná prosazovat. Například refinancování hypoték je zatím omezené a finanční gramotnost domácností ještě není uspokojivá. Neoddiskutovatelným nedostatkem trhu je již mnohokrát zmiňovaná netransparentnost a nedostatečný přístup k informacím.

Co se týká úrovně **zprostředkování**, neboli *agency*, v určitých ohledech je již trh dostatečně vyspělý, v jiných zase trpí vážnými nedostatky. Na úrovni bank, investorů, developerů, stavebních firem apod. je dosaženo vysoké míry profesionality a konkurence nabízených služeb, nedostatky vykazují spíše klasičtí zprostředkovatelé (realitní agenti). I když na pomyslné špici realitního zprostředkování působí pobočky renomovaných globálních firem, český trh realitní zprostředkování je extrémně fragmentovaný, na trhu působí velké množství subjektů a kvalita poskytovaných služeb je nízká (ARTN, 2006). Také stát a obce nejsou profesionálům rovnocennými partnery, zejména co se týká kvalifikace a kvality práce. Nedostatky státu a samosprávy jsou v územním plánování a vysoké míře korupce. Rozsáhlý sociologický výzkum (Donath-Burson-Marsteller a kol., 2007) označil za oblasti s nejvyšším stupněm korupce hlavně stavebnictví a veřejné zakázky.

Jedním z dalších důvodů, který nám brání hodnotit český nemovitostní trh jako zralý, je, že si ještě neprošel celou fází cyklu. Zatím v podstatě jen kontinuálně roste (i když v poslední době začíná vykazovat jisté známky zpomalení) a zažil zatím jen pozitivní poptávkové šoky a pouze dočasné korekce. Teprve skutečná kontrakce, která trh pročistí (ve smyslu hospodářské recese jako procesu kreativní destrukce) a zkonsoliduje, nám umožní, abychom mohli český trh hodnotit jako vyzrálý.

---

<sup>164</sup> Nelze v žádném případě hovořit o *yieldech* „průměrných“, protože k jejich výpočtu není dostatečný přístup k datům a i po metodologické stránce by jejich „čistota“ byla problematická. O *yieldech* se dá mluvit jako o indikativních, kdy se používají reference z významných transakcí.

### 6.3 Současnost – bublina na trhu nemovitostí?

V posledních letech jsme často svědkem toho, že se o trhu nemovitostí hovoří ve smyslu, že růst cen není zdravý a že se na trhu nafukuje cenová bublina. O bublině na trhu rezidenčních nemovitostí se mluvilo v médiích ve spojení se vstupem ČR do EU<sup>165</sup> a také v současné době, kdy se otázka bubliny spojuje s nejistotou ohledně budoucnosti snížené sazby DPH na bytovou výstavbu. Téma není ryze domácí, otázkou bubliny na trhu rezidenčních nemovitostí se zabývají i velké světové ekonomiky. Britský týdeník *The Economist* je jedním z médií, které na možnost přehřívání nemovitostních trhů dlouhodobě upozorňuje a dokonce i tvrdí, že světový růst cen rezidenčních nemovitostí je „největší bublinou v historii“ (*The Economist*, 18.6.2005). Působení médií v tomto směru nelze podceňovat, čím vlivnější médium, tím má možná spekulace (redakční názor) možnost se „uchytit“.<sup>166</sup>

Než si budeme schopni zodpovědět otázku, zda-li je náš trh nemovitostí ohrožen spekulativní bublinou, je nutné si určit, co to vlastně bublina je. Například podle Banky pro mezinárodní vypořádání<sup>167</sup> je vzrůst půjček do nemovitostí o více než 20% po tři roky signálem přicházející finanční krize (Hook, 2001). Podle této banky Maďarsko, Polsko a Česká republika tuto míru výrazně překročily (v letech 1999 až 2001). O bublině sice není přímo řeč, ale poukazuje to na problém, který je spojen s nějakým arbitrárně stanoveným kritériem, v tomto případě ještě navíc zcela mylně interpretovaným, protože autor nevzal v potaz výchozí stav středoevropských ekonomik. To, že nárůsty půjček do nemovitostí byly tak vysoké, nebylo signálem, že se trh přehřívá, ale důsledkem, že se trh teprve rozvíjí. Používat jiná data, například ukazatele neobsazenosti, je v našem případě také problematické. Trh je relativně malý, a proto mohou jednotlivé transakce nebo nové budov statistiky značně vychylovat.

Jak tedy spekulativní bublinu definovat? Jeden přístup hovoří o tom, že je to „*situace, ve které přehnaná očekávání veřejnosti o budoucím cenovém vzestupu způsobují dočasné zvyšování cen*“ (Case a Shiller, 2004). Jiným přístupem se dá spekulativní bublina definovat jako „*významný a přetrvávající rozdíl mezi dynamikou cen nemovitostí a vývojem jejich fundamentálních determinantů*“ (Bessone, 2005). Spekulativní bublina také znamená, že chování

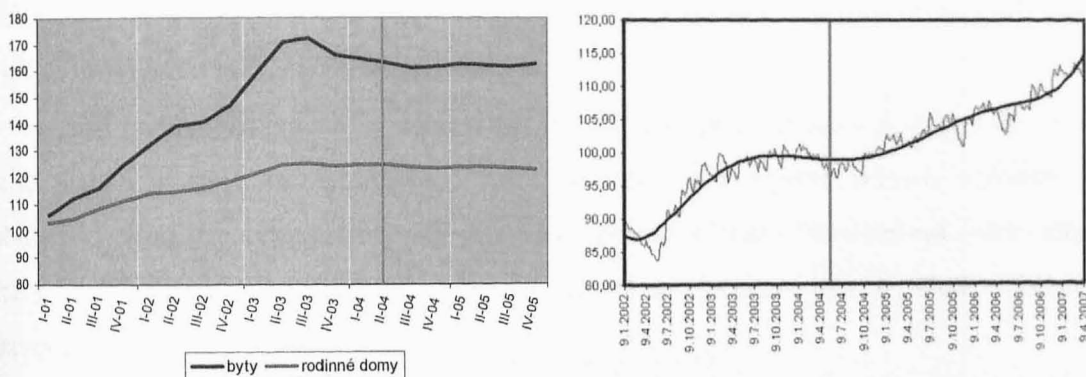
<sup>165</sup> Spekulace se však objevují i v odborné literatuře. Například Ivánička a Špírková (2003) tvrdí, že institucionální investoři předpokládají výrazný vzestup kapitálové hodnoty komerčních nemovitostí ve vztahu k vstupu do EU.<sup>165</sup> Toto tvrzení však ve zmiňovaném článku není o nic opřeně, navíc postrádá logiku, proč by tomu tak skutečně mělo být.

<sup>166</sup> Více k tématu vlivu médií, názorových trendů apod. v Shiller (2001).

<sup>167</sup> Bank of International Settlements

investorů je „méně než racionální“ (Shiller, 2001).<sup>168</sup> Těžko však hovořit o bublině, když k tomu tvrzení nemáme přesná data. A to je právě náš případ.

První spekulace o bublině na trhu nemovitostí se objevily ve spojení se vstupem ČR do Evropské unie. Je skutečně možné, že v optice první definice tato situace bublinou možná zčásti byla, ale jakým způsobem to zjistit? Pohledem na dva následující grafy, které zachycují vývoj na trhu rezidenčních nemovitostí (s výhradami, které k nim byly vzneseny), vidíme, že skutečně kolem data vstupu došlo k určité korekci, rozumějme „splasknutí“. Jenže tato korekce začala již mnohem dříve, zhruba kolem třetího čtvrtletí 2003, tedy půl roku před vstupem do EU, které mělo být podle komentářů v médiích bodem, který způsobil splasknutí bubliny. Navíc byl předchozí růst cen podstatně dlouhodobější a stabilnější, než by se dalo hodnotit v optice očekávání vstupu do EU. Kromě toho na datech ČSÚ lze pozorovat významné rozdíly mezi byty, které rostly velice rychle, a rodinnými domy, u kterých ani žádný pozoruhodný vývoj nebyl zaznamenán. Tvrzení o spekulativní bublině z té doby (které se navíc stále opakují) nebyla založena na nějakých vážných argumentech, ale spíše na subjektivním hodnocení pozorovatelů založeném na velice selektivním výběru „dat“.



Grafy: Cenový index bytů a rodinných domů 2001 – 2005 (zdroj: ČSÚ) a P-Index byty a domy 2002 – 2007

(zdroj: P-Index), červeně je označen měsíc vstupu ČR do EU

Podobné spekulace se začaly objevovat i v poslední době ve spojení s koncem výjimky na zařazení bytové výstavby do snížené sazby DPH. Hodnocení, jestli tomu tak skutečně je, jsou však opět založena na velice vetších základech. V první řadě neexistují příliš spolehlivé údaje o vývoji cen a za druhé také nejsme schopni určit, do jaké míry má vliv očekávané zvýšení DPH a nakolik jsou to jiné determinanty, například demografické faktory nebo (zejména) úroková

<sup>168</sup> Shiller (2001) k tomu dodává, že: „Můžeme říci, že investoři mají přílišnou sebedůvěru v komplexní kultuře intuitivních úsudků o očekávaných budoucích cenových změnách a mají přehnanou ochotu se na základě těchto úsudků chovat.“ Tato skutečnost je umocňována efektem, který Shiller označuje jako „wishful thinking“ neboli „myslet si, co si člověk přeje“.



míra a přístup k hypotečnímu financování. O tuto hlubší analýzu vlivu determinantů a očekávání se však nikdo v ČR nepokouší. Tvrzení o bublině tedy zůstává jen v rovině spekulace.

V tomto směru nám nezbývá nic jiného, než se poučit v zahraničí. Jak uzavírají některé studie (Heyer a kol., 2005; Bessone a kol., 2005), v případě Francie se i přes nezvykle vysoký a dlouhodobý růst cen na trhu rezidenčních nemovitostí nelze bubliny obávat. Vysvětlují to tím, že v arbitrážním vztahu mezi nemovitostmi a finančními aktivy nedošlo k nerovnováze, pozorované ceny nejsou odlišné od cen odvozených z vývoje cen determinantů, vysoká poptávka je podporována nízkými úrokovými sazbami, lepším přístupem k hypotékám jako důsledku zvýšené konkurence mezi bankovními institucemi a v neposlední řadě i poptávkou přicházející ze zahraničí. Nutno dodat že tato analýza je opřená o kvalitní data. Jinou metodou mohou být sociologické průzkumy. Case a Shiller (2004) ukazují, že na americkém trhu se dá zčásti hovořit o nebezpečí spekulativní bubliny, protože na základě jimi provedeného dotazníkového výzkumu identifikovaly u části kupců významné spekulativní motivy, spojené zejména s obavami budoucího růstu cen. Kupující se tedy na základě svých očekávání rozhodují investovat, aby se „pojistili“ proti růstu cen, nebo aby na něm „vydělali“. I přes tato zjištění Case a Shiller konstatují, že ve většině amerických států za růstem cen stojí hlavně růst reálných příjmů a pokles úrokových měr, nikoli spekulativní motivy.

Na těchto příkladech je dobře vidět, jak důležitá jsou kvalitní a dostupná data o vývoji trhu. Zde by měly nezastupitelnou roli hrát instituce veřejného sektoru, zejména Český statistický úřad, ale svou roli by měl plnit i akademický výzkum. Neschopnost dodat veřejnosti, jak laické i odborné, kvalitní informace, poukazuje na významné mezery, které v oblasti vědy existují.

## 6.4 Budoucnost trhu nemovitostí

Doslova věštění z křišťálové koule se blíží otázka, jak se budou v budoucnu vyvíjet nemovitostní trhy v České republice. V této kapitole se však nebudeme pokoušet o nějakou prognózu vývoje, spíše si pomocí SWOT analýzy pokusíme naznačit,<sup>169</sup> jaké jsou možnosti, kterými se trh může v budoucnosti ubírat.

<p style="text-align: center;"><b><u>Silné stránky</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Stabilní makroekonomická situace</li> <li>○ Obchodní „značka“ České republiky jako destinace pro investice</li> <li>○ Vysoká poptávka ze strany institucionálních investorů</li> <li>○ Vysoká poptávka po vlastnickém bydlení</li> <li>○ Nízké úrokové míry, dostupnost úvěrů</li> <li>○ Volný investiční kapitál</li> <li>○ Institucionální infrastruktura</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b><u>Slabé stránky</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Lidský kapitál – nedostatek řemeslných profesí, nedostatek vysokoškolsky vzdělaných pracovníků, nízká mobilita</li> <li>○ Omezený objem příležitostí (pozemky, nedostatek investičních produktů)</li> <li>○ Kvalita služeb – zejména realitní zprostředkovatelé</li> <li>○ Volné kapacity stavebnictví a tlak na cenu stavebních prací</li> <li>○ Regulace nájemného</li> <li>○ Administrativní bariéry</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b><u>Příležitosti</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Rozvoj v regionech – cestovní ruch atd.</li> <li>○ Expanze firem na rozvíjející se trhy</li> <li>○ Komparativně lepší pozice než ostatní země V4</li> <li>○ Nedostatky bytového fondu</li> <li>○ Deregulace nájemného</li> <li>○ Rozvoj hypotečního financování</li> <li>○ Pozitivní očekávání trhu</li> <li>○ Olympiáda v Praze</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b><u>Hrozby</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Nasycení a riziko zpomalení trhu</li> <li>○ Zvýšení úrokových měr</li> <li>○ Bezkonceptní politika státu a obcí v oblasti strategického plánování, politiky bydlení a územního rozvoje</li> <li>○ Fiskální nerovnováha – omezení veřejných zakázek</li> </ul>

Tabulka 1: SWOT analýza trhu nemovitostí

Na základě předchozí analýzy vidíme, že situace České republiky je relativně dobrá. Česko profituje z dobré makroekonomické situace a v současné době se těší výraznému hospodářskému růstu (předpoklad růstu HDP pro letošní rok je kolem 5%, v roce následujícím by se měl udržet na podobné úrovni – zdroj: MF ČR, Eurostat, ČNB). Trh nemovitostí prospívá díky dlouhodobě nízké ceně peněz a díky konkurenčnímu boji se neustále zvyšuje nabídka úvěrových bankovních produktů. Na trhu je díky nízkým úrokům i expanzi kolektivního investování v Evropě hodně likvidity, která hledá investiční příležitosti. Pozitivním impulsem pro trh mohou být i pokroky v legislativě trhu nemovitostí, novela ZKI je pouze jednou z nich.

<sup>169</sup> SWOT analýza (zkratka od Strengths, Weaknesses, Opportunities a Threats, tedy silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby) je nástrojem, který se tradičně používá v oblasti financí pro identifikaci interní a externí faktorů, které ovlivňují stanovený výsledek nebo cíl.

Český trh však trpí i řadou neduhů. Některé z nich jsou institucionální povahy. Trh nájemního bydlení je dlouhodobě deformován cenovou regulací. Činnost státní a místní správy má řadu nedostatků, jedním z nich je i vysoká míra korupce. Sektor stavebnictví trpí některými problémy, v poslední době se nejvíce hovoří zejména o nedostatku pracovní síly. Nedostatek volných kapacit stavebnictví pak znamená tlaky na cenu stavebních prací.

Co se týká příležitostí, na svou chvíli čekají regiony. A to v mnoha segmentech. Další velkou oblastí, kde je kumulován významný vnitřní deficit, je sektor bydlení. Zde je také velkou neznámou, jakým způsobem se trh bude rozvíjet po deregulaci nájemného a jakým způsobem se bude vyvíjet legislativa bydlení. Tzv. zákonem o deregulaci nájemného byl totiž zrušen institut *místně obvyklého nájemného*, což vytváří určité vakuum a není jasné, jestli a jak by mělo být nájemné bydlení „usměrňováno“. Také hypoteční financování čeká další rozvoj, nejen v oblasti nabídky hypotečních produktů, ale také objemu, protože míra zadlužení českých domácností je zatím na podstatně nižší úrovni, než je tomu obvyklé ve vyspělejších zemích.

Velkou neznámou je, kdy a jak se může trh nasytit určitými produkty. Již před lety například zaznívaly hlasy, že trh obchodních prostor je dostatečně saturován, přesto však dál roste a v krátkém horizontu se očekává další otevírání nových prodejních kapacit. Nebo hrozí například nasycení pražského trhu kanceláři? Zatím to tak určitě nevypadá, když v roce 2006 klesla po dlouhé době průměrná míra neobsazenosti pod deset procent. Velkou oblastí rizika zůstává stát a obce. Zhruba polovina zakázek sektoru stavebnictví pochází z veřejných zakázek. V rámci diskuzí o rozpočtových reformách byly akcentovány zcela jiné otázky, ale přesto je stavebnictví vůči poptávce veřejného sektoru výrazně exponované. V tomto směru by případné pořádání olympijských her bylo pro stavebnictvím zárukou, že poptávka veřejného sektoru bude i nadále silná. Dalším rizikem jsou státní a obecní politiky. Množství politik postrádá koncepční přístup. Některé *ad-hoc* programy nejsou vůbec efektivní (podpora stavebního spoření, dotace na výstavbu bytů atd.). Činnost samospráv v oblasti územního plánování není dostatečná, přitom na krajských a místních úrovních leží významná odpovědnost. Problémem je, že samosprávné obce jsou většinou velice slabé ve finančních i profesionálních záležitostech, tudíž jejich vyjednávací pozice vůči vládě nebo silným investorům je zcela chabá (Sýkora, 1999). V ČR je toto obzvláště markantní, protože kolem 80% obcí má méně než 1000 obyvatel. Vládu pochopitelně trápí problémy vyššího řádu, jako je fiskální a penzijní reforma, vstup do eurozóny apod. I to však není omluvou pro to, že chybí dlouhodobější vize, kterou cestou by se měl ubírat regionální rozvoj.

## 7. Závěr

„Do nemovitostních fondů v Českém zlodějově bude investovat jen naprostý idiot.“  
anonymní účastník diskuze na portálu peníze.cz<sup>170</sup>

Zavedení institutu nemovitostních fondů do české legislativy je záměr ambiciózní. Institut speciálního fondu nemovitostí a fondu kvalifikovaných investorů přináší na náš trh vyšší diverzitu investičních příležitostí. Sektor kolektivního investování se na celoevropské úrovni dynamicky rozvíjí a získává si stále větší váhu na kapitálových trzích. Vývoj se vyznačuje řadou finančních inovací, které jsou iniciovány jak ze strany trhu, tak i konkurencí mezi národními legislativními systémy. Je proto dobře, že naše legislativa v tomto směru nezůstává pozadu.

Není na škodu si znovu položit otázku, proč vlastně potřebujeme nemovitostní fondy? Jak jsme si ukázali, kolektivní investování v oblasti nemovitostí se výrazně liší od běžných typů aktiv, je proto nutné, aby nemovitostní fondy měly svou zvláštní zákonnou úpravu. Nejedná se tedy o pouhé obchodní označení, je to skutečně odlišný investiční produkt. Dále jsme dokázali, že nepřímé investování do nemovitostí přináší užitek. Jeho hlavní klady jsou lepší diverzifikace portfolia a profesionální správa investovaných prostředků. Individuální investor těchto cílů nemá mnoho šancí dosáhnout. Prostřednictvím fondů je umožněn přístup k nemovitostem všem typům investorů, od jednotlivců až po institucionální investory.

Další otázkou je, proč vlastně potřebujeme „vlastní“ (národní) nemovitostní fondy? Jedním z důvodů, který podporuje existenci národního sektoru KI, je vlastní měna. Investice v cizích měnách rozšiřují riziko investorů o riziko směnného kursu. Diskuze, kdy ČR vstoupí do eurozóny, je prozatím žonglování se spekulacemi, ale dříve nebo později k tomu skutečně dojde. Jak nám navíc ukazuje historie kapitálových trhů, finanční sektor má tendenci se koncentrovat v omezeném počtu zemí nebo dokonce měst, jak to ilustruje případ historie finančních trhů v USA (Giannetti a kol., 2002).<sup>171</sup> Investoři jsou indiferentní, pokud se jedná o existenci národního sektoru KI. Pro ně je důležitý profil riziko/výnos, nikoli kde mají fondy, do kterých investují, svůj domicil.<sup>172</sup> Z pohledu fiskálního a monetárního to však důležité je. Odtékání úspor do zahraničí znamená, že z jejich správy získává někdo jiný. Sektor kolektivního investování je oborem s vysokou přidanou hodnotou, na který je napojena „armáda“ podpůrných služeb –

<sup>170</sup> Diskuze k článku PROUZA, Tomáš. *Nemovitosti - tajný tip?* [online]. [cit. 2006-11-23]

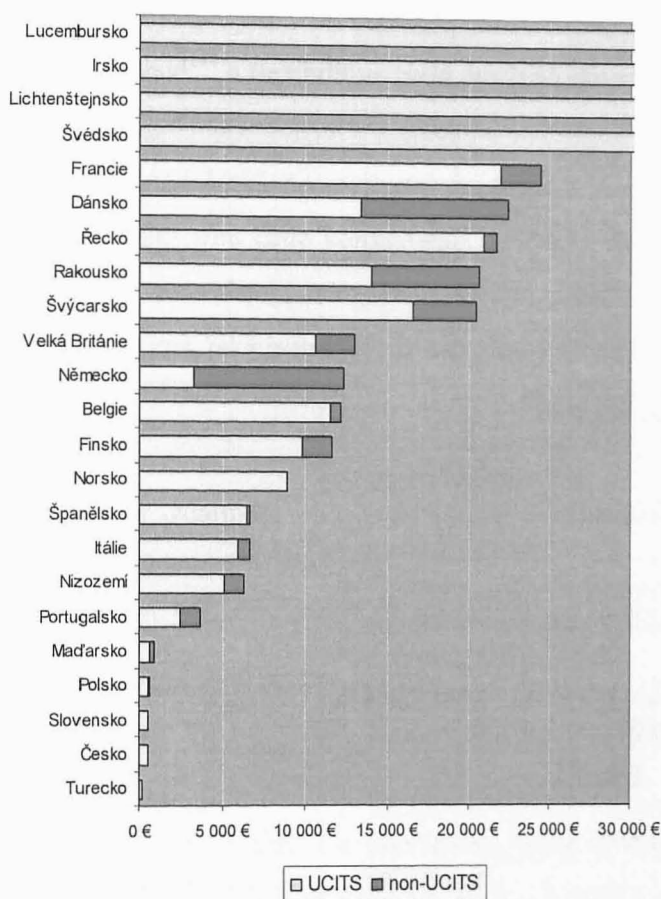
<http://www.penize.cz/info/zpravy/nazory.asp?IDP=1&NewsID=1504>

<sup>171</sup> K tématu center asset managementu a faktorů, které koncentraci služeb ovlivňují více v Bollon (2000).

<sup>172</sup> Jistě, určité subjektivní rozhodování investorů nemůžeme úplně vyloučit, ale v tomto případě hraje je spíše marginální. Co se týká subjektivity rozhodování investorů, zde je spíše zajímavý rostoucí sektor tzv. etického investování (SRI – social responsible investment).



poradci, právníci, auditoři, distributoři. Reálně však hrozí, že se u nás kolektivní investování může omezit na pouhou distribuci. I když stát fiskálně příliš nezískává přímo ze zdanění fondů, ze sektoru, který mu umožňuje fungovat, už ano (Hanzlík, rozhovor, 2006). Z pokračující integrace kapitálových trhů budou mít prospěch investoři, kteří budou mít lepší přístup k trhům za výhodnějších podmínek, a také firmy, kterým se usnadní přístup k financování. V obecnější rovině je přínosem, že s příchodem nových nástrojů financování nemovitostí se „*struktura trhu stává pravděpodobně více odolná vůči šokům*“ (Zhu, 2002). Přínosem je i snížení rizika bankovního sektoru, protože riziko spojené s trhem nemovitostí se rozprostře na větší spektrum subjektů.



Graf 14: Aktiva ve fondech kolektivního investování per capita podle domicilu fondu, podíl harmonizovaných a neharmonizovaných fondů (zdroj: EFAMA, 2007; vlastní výpočty)<sup>173</sup>

Pokud se podíváme na předchozí graf, můžeme souhlasit, že ČR nemá v podstatě co ztratit. Ve fondech kolektivního investování je v Evropě 14,831 eur na obyvatele. V českých

<sup>173</sup> V grafu nejsou plně vyjádřeny čtyři země, protože jejich aktiva počítaná na počet obyvatel jsou o tolik vyšší, že by mezi zeměmi na konci „pelotonu“ nebyly v grafu vidět žádné rozdíly. Lucembursko má na 1 obyvatele 3,88 mil. eur, podíl non-UCITS 10%, Irsko 1,55 mil, podíl non-UCITS 19%, Lichtenštejnsko 423 tis. a podíl 6% a Švédsko 149 tis. eur na obyvatele a podíl non-UCITS na celkových aktivech pouhé 2%.

fondech to vychází na 556 eur a české kolektivní investování v rámci evropského koláče představuje pouhých 0,1%. V absolutních číslech je tedy Česko druhým nejmenším trhem v Evropě (před Slovenskem). Německo má vzhledem k celému sektoru nejvyšší podíl neharmonizovaných fondů (73%) a absolutně německé non-UCITS fondy představují 46,6% na evropské úrovni. Na celoevropské úrovni je v neharmonizovaných fondech celkem 21,1% aktiv. Nemovitostní fondy z toho představují jen část, ale mají vysoký potenciál, který je v posledním době podporován pozitivním sentimentem investorů vůči nemovitostem. Je tedy otázkou, zda-li by se měla ČR snažit na tomto koláči získat svůj podíl. Otázka je to politická a nelze redukovat pouze na míru zdanění fondů. Problém je širší a dotýká se více oblastí fungování trhu nemovitostí i kolektivního investování. Jak však ukazuje příklad Lucemburska a Irska, výrazným otevřením trhu, poskytnutím výhod<sup>174</sup> a flexibilitou, malá otevřená ekonomika, jako je česká, má spíše co získat než ztratit.

Jinou otázkou je, jaké mají české nemovitostní fondy praktické možnosti uplatnění na trhu. V kapitole o nemovitostním trhu jsme konstatovali, že český investiční trh je relativně satureovaný a i další segmenty trhu dávají tušit, že investiční příležitosti nejsou neomezené. Následující SWOT analýza zkoumá, jaký jsou výhledy pro nemovitostní fondy.

<p style="text-align: center;"><b><u>Silné stránky</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ legislativní rámec</li> <li>○ znalost místního prostředí</li> <li>○ vysoká očekávání + reklama „zdarma“</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b><u>Slabé stránky</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ komparativní nedostatek výhod proti jiným legislativám</li> <li>○ lidské zdroje – nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců</li> <li>○ činnost regulátora trhu s otazníky</li> <li>○ vysoká konkurence etablovaných zahraničních investorů</li> <li>○ marketing – nový neznámý produkt</li> <li>○ nedostatek vhodných možností investovat</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b><u>Příležitosti</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ nové investiční příležitosti – druhy nemovitostí nebo projektů, o které zatím není ze strany konkurence zájem</li> <li>○ potenciálně vysoká poptávka drobných investorů – nenasyčenost trhu</li> <li>○ rehabilitace důvěry investorů v sektor KI</li> <li>○ odchod developerů za novými příležitostmi poskytnu trhu produkty</li> <li>○ expanze na zahraniční trhy</li> <li>○ penzijní reforma</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b><u>Hrozby</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ konkurence jiných legislativ</li> <li>○ konkurence jiných druhů investičních příležitostí</li> <li>○ negativní externality</li> <li>○ citlivá důvěra investorů</li> </ul>

Tabulka 2: SWOT analýza rozvoje českých nemovitostních fondů

<sup>174</sup> Jednou z nejvýraznějších politik se v posledních letech stala přímá podpora zahraničních investic, která navíc znamenala výrazný výdaj na straně veřejných rozpočtů. Podpora kolektivního investování nevyžaduje

Na přehledu vidíme určitou nerovnováhu, zejména v oblasti silných stránek nemovitostních fondů, kterých je skutečně poskrovnu. Není se však čemu divit, protože se jedná o zcela nový segment. Ze slabých stránek jsou nejpodstatnější konkurenční nedostatky, a to jak ve smyslu legislativním, tak i v možnostech praktického uplatnění. Česká legislativa je relativně flexibilní, fondům dává řadu výhod, avšak komparativně s jinými legislativami, zejména lucemburskou, nenabízí nic nového. Velkým otazníkem je, jakým způsobem si fondy na investičním trhu vybojují své místo. Produktů není mnoho a konkurence jiných subjektů je vysoká. Tento fakt může mít hlavní negativní důsledek na věc nejdůležitější z pohledu investorů (podílníků), kterou jsou bezpochyby výnosy. Za kvalitní investiční příležitosti na trhu nemovitostí se již platí hodně a pryč je doba, kdy se yieldy pohybovaly na dvakrát vyšší úrovni, než je tomu dnes.

Jak je vidět, fondům se nabízí škála příležitostí. Tou hlavní je potenciál poptávky ze strany investorů. Na úrovni drobných investorů zatím převažují konzervativní druhy investic. Jak nám ale napovídá vývoj v zahraničí<sup>175</sup>, investoři budou ochotni na sebe brát více rizika a nemovitosti jsou vhodným mezistupněm, který má navíc v českém kontextu pověst „jisté“ investice. Jak již také bylo řečeno, nemovitostní fondy mohou podpořit obnovení důvěry v sektor kolektivního investování, který výrazně utrpěl v 90. letech. Co se týká „boje“ o produkt, fondy budou možná nuceny jít do nových investičních příležitostí, o které zavedení institucionální investoři zatím nemají zájem. Největší výzvou je otevřená otázka důchodové reformy. Jak podotýkají Thompson a Choi (2001): „*největší výzvou pro sektor evropského kolektivního investování je přesvědčit politickou reprezentaci, aby bylo sektoru svěřena významná část aktiv penzijního financování v procesu, kdy se mnoho zemí pohybuje směrem k systému „defined contribution“.*“ U nás se o této možnosti zatím příliš nediskutuje, ale na evropské úrovni je to už téma, které se vážně zkoumá.

Co se týká hrozeb pro rozvoj sektoru, tak tou hlavní je konkurence. Nemovitostní fondy mají silné konkurenty nejen v institucionálních investorech přicházejících ze zahraničí, ale i při hledání zdrojů. Možnosti investování se dynamicky rozvíjejí a na trhu se přetahuje o své místo na slunci řada nových produktů: certifikáty, strukturované instrumenty, fondy typu ETF, hedgové fondy atd. Velkou výhodou nemovitostních fondů proti této konkurenci je jejich jednoduchost, která vychází ze srozumitelnosti podkladového aktiva. Zmíněné konkurenční příležitosti vyžadují podstatně vyšší znalosti investorů. Nezanedbatelným rizikem zůstávají negativní externality, které plynou z určité nedůvěry české veřejnosti v kolektivní investování

<sup>175</sup> I země jako USA, které dnes považujeme za mnohem vyspělejší, prodělaly vývoj od konzervativnější stylů investování (bankovní depozita, fondy peněžního trhu) k více riskantním investicím, jako jsou akcie (Zhu, 2002).

obecně. Můžeme však předpokládat, že již klesá počet těch, kteří trh nemovitostních fondů vidí jako anonymní „investor“ citovaný v úvodu této kapitoly.

Poslední otázkou této práce zůstává, která logicky vyplývá zejména z kapitoly o zahraničních novinkách, **zda-li je na trhu místo pro CZ-REIT?** Není v možnostech tohoto textu na tuto otázku kvalifikovaně odpovědět, pokusíme se však o výčet problémů a otázek, které k odpovědi budou nutné. Našlo by se pro CZ-REIT na trhu dostatek vhodných kandidátů? Na BCPP jsou již obchodovány dvě nemovitostní společnosti<sup>176</sup> a spekuluje se i o dalších.<sup>177</sup> Byla by schopná pražská burza konkurovat burzám ve Varšavě a Vídni, které jsou v celkové kapitalizaci i počtu IPO napřed? Jaká by byla motivace pro nemovitostní společnosti zvolit režim REIT? Téma totiž nelze redukovat pouze na nulové zdanění. Aby CZ-REIT mohl efektivně fungovat, musela by v ČR existovat fungující institut holdingu a nejen to. Čeho by se mělo případným zavedením CZ-REITu dosáhnout? Mezi odpověďmi může být: i) vyšší likvidita pražské burzy, ii) širší možnosti diverzifikace pro drobné investory, iii) produkt pro druhý a třetí pilíř penzijního systému, nebo také iv) praktické požadavky na REIT sektor. Tím by mohlo například být, že CZ-REIT by musel část svého portfolia věnovat rezidenčním nemovitostem určeným k pronájmu. V Česku je totiž zcela nedostatečný sektor nájemního bydlení a budou se muset hledat nástroje, jak ho podpořit. Jak je vidět, pokusit se o jednoducho odpověď na tuto problematiku je nemožné. Otázka však může dobře posloužit jako inspirace minimálně pro další výzkumnou činnost.

Jedním z cílů této práce bylo komplexně představit problematiku, která spojuje oblast nemovitostí a kolektivního investování. Pro ekonomy je to nové téma, protože nemovitostní fondy byly jako institut zavedeny do české legislativy teprve nedávno a fakticky ještě nefungují. Nejen proto zde bylo možná vysloveno více otázek než nalezeno odpovědí. Přínos této práce je právě v těchto otázkách a načrtnutí nových postupů. Příkladem nového přístupu může být například pokus o jednotný model vývoje trhu nemovitostí, nebo zkoumání předpokladů otázek spojených se spekulativní bublinou nebo zralostí trhu.

Jak již bylo vysvětleno v úvodu, stav české vědy v oblasti *real-estate economics* je takový, že se nalézá teprve na svém počátku. Nikdy nemůže dosáhnout takové důležitosti, jako jsou hlavní proudy ekonomické vědy, trh nemovitostí je však veličinou, který má významný dopad na makro i mikroekonomické úrovni, je tudíž nutné, abychom ho systematicky studovali.

<sup>176</sup> ORCO Group i ECM jsou lucemburské holdingy, zejména z daňových důvodů. Základní podmínkou pro statut REITu většinou bývá, že musí mít tato společnost sídlo v zemi, kde se uchází o statut REITu. Je vůbec otázkou, zda by to například pro tyto dvě zmiňované společnosti bylo vůbec výhodné.

<sup>177</sup> Na začátku roku 2006 se tak v médiích vyjadřoval Petr Koblík, ředitel BCPP, a.s.. Spekuloval i o tom, že by se pražská burza mohla stát regionálním centrem pro IPO nemovitostních společností a že by burza měla zájem o vytvoření indexu těchto společností. Zdroj: Czech Business Weekly. *Rookie class and cartels*. 4. prosince 2006



Sektor kolektivního investování, měřeno potenciálem rozvoje, je ve spojení s otázkou reformy penzijního systému problematikou, kterou nelze opomenout. Minimálně se musíme zabývat otázkou, zda-li by jeho větší integrace do důchodového systému byla přínosná.

Tato práce byla v mnoha ohledech velmi teoretická a s daty a statistikami jsme pracovali jen okrajově. To však nebylo záměrem, pouze důsledkem skutečnosti, že statistiky o trhu nemovitostí nám nenabízejí takové možnosti, jako statistiky o vývoji jiných trhů. Možnost vytváření indexů, modelů a testování hypotéz je teprve před námi. A právě sektor nemovitostních fondů se může stát tím, kdo v budoucnosti ekonomickému výzkumu poskytne zajímavý materiál ke zkoumání.

## 8. Použitá literatura a prameny

### 8.1 Monografie a články

- ADAIR, Alastair - BERRY, Jim -, McGREAL, Stanley - SÝKORA, Luděk, GHANBARI PARSA, Ali - REDDING, Barry. *Globalization of real estate markets in Central Europe*. European Planning Studies 7 (3), 1999, s. 295-305.
- AFAM ČR. *Draft Odpovědi na: ČNB. Úřední sdělení České národní banky. Pracovní verze*. Praha, 2006.
- ARTN (Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí). *Trend Report 2006*. Praha, 2006.
- BARONI, Michel - BARTHÉLÉMY, Fabrice - MOKRANE, Mahdi. *Indices de l'immobilier physique et facteurs systématiques de risque* [online]. Paříž, 2000. <http://www.u-cergy.fr/IMG/2001-23Barthelemy.pdf> [cit. 2006-06-16].
- BENJANIM, John D. - SIRMANS, G. Stacy - ZIETZ, Emily N.. *Returns and Risk on Real Estate and Other Investments: More Evidence* [online]. Journal of Real Estate Portfolio Management, 2001. [http://cbwebweb-1.fullerton.edu/finance/jrepm/pdf/vol07n03/01.183\\_214.pdf](http://cbwebweb-1.fullerton.edu/finance/jrepm/pdf/vol07n03/01.183_214.pdf) [cit. 2007-04-03].
- BESSONE, Anne-Juliette - HEITZ, Benoît - BOISSINOT, Jean. *Marché immobilier : voit-on une bulle ?* [online]. INSEE, 2005 [http://www.insee.fr/fr/indicateur/analys\\_conj/archives/mars2005\\_d3.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateur/analys_conj/archives/mars2005_d3.pdf) [cit. 2007-04-03].
- BLAHOŇOVSKÝ, Jan. *Czech Republic. The Construction Sector*. Euroconstruct Conference, Mnichov, 2006.
- BOLLON, Pierre. *Asset Management: Can Paris be the "Boston of Europe"?* [online]. Paříž, 2000. <http://www.aef.asso.fr/parution.jsp?prm=745> [cit. 2007-04-03].
- BRADÁČ, Albert a kol. *Teorie oceňování nemovitostí* (VI. přepracované a doplněné vydání). Brno, 2006.
- BRUEGGEMAN, William B. – FISCHER, Jeffrey D. *Real estate finance and investments*. 12th ed. Boston: McGraw-Hill, 2005.
- BALL, M. – LIZIERI, L. – MCGREGOR, B. D. *The Economics of Commercial Property Markets*. London: Routledge, 1998.
- BROWN, Gerald R. – MATYSIAK, George A. *Real Estate Investment: A Capital Market Approach*. Financial Times Prentice Hall, 2000.
- BENDER, André – HOESLI, Martin – GAUD, Philippe. *Fonds de placement immobiliers et sociétés anonymes d'investissement immobilier. Analyse comparative et conditions de développement* [online]. Genève, 2000. [http://www.hec.unige.ch/recherches\\_publications/cahiers/2000/2000.20.pdf](http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2000/2000.20.pdf) [cit. 2006-10-03].
- BENDER, André – HOESLI, Martin. *Indices et évaluation de l'immobilier. Développements récents* [online]. Genève. [http://hec.info.unige.ch/recherches\\_publications/cahiers/1995-1999/1999.09.pdf](http://hec.info.unige.ch/recherches_publications/cahiers/1995-1999/1999.09.pdf) [cit. 2006-10-03].
- CASE, Karl E. – SHILLER, Robert J. *Is There a Bubble in the Housing Market?* [online]. New Haven, 2004. [http://econ.ucsd.edu/seminars/Case\\_Shiller.pdf](http://econ.ucsd.edu/seminars/Case_Shiller.pdf) [cit. 2006-10-03].
- ČNB. *Úřední sdělení České národní banky ze XXX. Pracovní verze*. Praha, 2006.
- DIN, Allan - HOESLI, Martin - BENDER, André. *Environmental Variables and Real Estate Prices* [online]. Genève, 2001. [http://www.hec.unige.ch/recherches\\_publications/cahiers/2001/](http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2001/) [cit. 2006-10-03].
- Donath-Burson-Marsteller – Factum Invenio – Sociologický ústav Akademie věd ČR – The Fleet Sheet's Final Word. *Vnímání korupce v ČR: Výzkum mezi politiky a manažery* [online]. Praha, 2007. <http://www.dbm.cz/pruzkumy/?id=98> [cit. 2007-04-01].
- EFAMA. *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full-Year 2006* [online]. Quarterly Statistical Release, March, No 28. Brusel, 2007. <http://www.efama.org> [cit. 2007-04-01].
- EARLE, John S. – FRYDMAN, Roman – RAPACZYŃSKI, Andrzej – TURKEWITZ, Joel. *Small Privatization. The Transformation of Retail Trade and Consumer Services in the Czech Republic, Hungary and Poland*. CEA, Budapešť, 1994. str. 1 – 95.

- EEA. *Environmental Taxes – Implementation and Environmental Effectiveness*. Environmental Issue Report no. 1, European Environmental Agency, Copenhagen, 1996.
- FEFSI. *Real Estate Funds in Europe. A Fefsi Survey*. Brusel, 2002.
- FRANK, Robert H. *Mikroekonomie a chování*. Praha, 1995. str. 237 – 240.
- FUNGÁČOVÁ, Zuzana. *Building a Castle on Sand: Effects of Mass Privatization on Capital Market Creation in Transition Economies* [online]. CERGE-EI, Praha 2005. <http://www.cerge.cuni.cz/> [cit. 2007-03-17].
- GELLOVÁ, Marta. *Implementace MiFID z pohledu investičních zprostředkovatelů* [online]. <http://www.investujeme.cz/?object=toptema&sid=245&sekce=0070> [cit. 2007-05-10].
- GIANNETTI, Mariassunta – GUIISO, Luigi – JAPPELLI, Tullio – PADULA, Mario – PAGANO, Marco. *Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth* [online]. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Brussels, 2002. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_papers/economicpapers179\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers179_en.htm) [cit. 2007-02-10].
- GRANELLE, J.J. *Economie immobiliere. Analyse et applications*. Economica. Paris, 1998.
- GRYCMANOVÁ, Leona – BRADÁČ, Albert – ULRICH, Jan. *Legislativní předpoklady pro oceňování majetku v podmínkách České republiky* [online]. 5. odborná konference doktorského studia s mezinárodní účastí. Brno. 2003. [http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2003texty/pdf/7-1/rp/grycmanova\\_bradac\\_ulrich.pdf](http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2003texty/pdf/7-1/rp/grycmanova_bradac_ulrich.pdf) [cit. 2007-02-10].
- HADDOCK, Paul. *A Real Estate Investment Trust for the UK* [online]. markettalk, London Stock Exchange. <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/2D9A10E7-8C76-41C1-AB95-8960ED925E32/0/REITSinUKmkttalkarticle100506.pdf> [cit. 2007-03-15].
- HAVEL, Jiří. *Dilemata českého dozoru finančních trhů* [online]. Praha, 2004. [http://veda.fsv.cuni.cz/doc/KonferenceRCS/ek\\_havel.doc](http://veda.fsv.cuni.cz/doc/KonferenceRCS/ek_havel.doc) [cit. 2007-02-10].
- HERRING, Richard - WACHTER, Susan. *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective* [online]. Pennsylvania, 1998. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9927.pdf> [cit. 2007-02-03].
- HEYER, Eric – LE BAYON, Sabine – PELERAUX, Hervé – TIMBEAU, Xavier. *L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès. Bulle immobilière, causes et conséquences macro-économiques d'un retournement du marché immobilier* [online]. OFCE, No 2005-16, Paris, 2005. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2005-16.pdf> [cit. 2007-02-10].
- HOESLI, Martin. *Rôle de l'immobilier dans la diversification d'un portefeuille. Une analyse de la stabilité des conclusions* [online]. Genève, 2000. [http://www.hec.unige.ch/recherches\\_publications/cahiers/2000/2000.22.pdf](http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2000/2000.22.pdf) [cit. 2006-04-07].
- HOLLMANN, Vladimír. *Regulace a dozor nad kapitálovým trhem z pohledu BCPP, a.s. v KOL. AUT. Regulace a dozor nad finančními trhy* [online]. Sborník z mezinárodní konference. Praha, 2003. str. 32 – 34. [http://www.vsfs.cz/fintrhy/dokumenty/fintrhy\\_2003\\_sbornik.pdf](http://www.vsfs.cz/fintrhy/dokumenty/fintrhy_2003_sbornik.pdf) [cit. 2007-02-10].
- HUGHES, Fraser - ARISSEN, Jorrit. *SIIC II will drive the French market further* [online]. 2005. [http://www.epra.com/media/SIIC\\_II\\_will\\_drive\\_the\\_French\\_market\\_further.pdf](http://www.epra.com/media/SIIC_II_will_drive_the_French_market_further.pdf) [cit. 2007-02-10].
- CHARNEY, Igal. *Local Dimensions of Global Investment: Israeli Property Firms in Central Europe*. International Journal of Urban and Regional Research. 27/2, červen 2003, str. 441 – 447.
- IVANICKA, Koloman – SPIRKOVÁ, Daniela. *Transformation of Real Estate Markets in Visegrad V4 Countries: Institutions, Outcomes, Problems, Risks, and Future* [online]. Bratislava, 2003. <http://blake.montclair.edu/~cibconf/conference/DATA/Theme6/Slovakia2.pdf> [cit. 2007-02-10].
- JONES LANG LASALLE. *Prague Year End Office Market Overview - 2006*. Březen, 2007.
- KOMISE EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ. *Bílá kniha o zlepšení jednotného tržního rámce pro investiční fondy* [online]. Brusel, 2006. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/whitepaper/whitepaper\\_cs.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/whitepaper/whitepaper_cs.pdf) [cit. 2007-02-10].
- KOMISE PRO CENNÉ PAPIRY. *Komparativní analýza fungování nemovitostních fondů v zahraničí zpracovaná jako podklad pro novelu ZKI* [online]. Praha, 2005. [http://www.sec.cz/export/CZ/Informace\\_profesionalum/Dalsi\\_zpravy.page?FileId=2602](http://www.sec.cz/export/CZ/Informace_profesionalum/Dalsi_zpravy.page?FileId=2602), [cit. 2006-05-03].

- KOTRBA, Josef. *Czech Privatisation: Players and Winners* [online]. Praha, 1994. <http://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp58.pdf> [cit. 2007-02-10].
- KUBÍČEK, Antonín. *Regulace a dozor nad finančními trhy – rozcestí, scestí nebo ještě něco jiného?* v KOL. AUT. Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z mezinárodní konference. Praha, 2003. str. 27 – 32.
- LANNOO, Karel, LEVIN, Mattias. *La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les Etats membres*. Brusel, 2003.
- LUX, Martin. *Housing Privatization and Management of Privatized Dwellings in the Czech Republic* [online]. ENHR conference "Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation". Ljubljana, 2006. [http://enhr2006-ljubljana.uirs.si/publish/W17\\_lux.pdf](http://enhr2006-ljubljana.uirs.si/publish/W17_lux.pdf) [cit. 2006-05-03].
- LUX, Martin. *Spokojenost českých občanů s bydlením* [online]. Praha, 2001. [http://studie.soc.cas.cz/upl/texty/files/185\\_02-03%20pro%20tisk.pdf](http://studie.soc.cas.cz/upl/texty/files/185_02-03%20pro%20tisk.pdf) [cit. 2007-03-23].
- LUX, Martin - SUNEGA, Petr - KOSTELECKÝ, Tomáš - ČERMÁK, Daniel - MONTAG, Josef. *Standardy bydlení 2004/05. Financování bydlení a regenerace sídlišť* [online]. Praha, 2005. <http://studie.soc.cas.cz/> [cit. 2007-03-23].
- LSE (LONDON STOCK EXCHANGE). *Listing a UK-REIT on the London Stock Exchange* [online]. Londýn, 2007. <http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonlyres/2139CB47-DE3A-4A98-B3A5-49B9A01CAD0D/0/ListingUKREIT.pdf> [cit. 2007-04-03].
- LSE (LONDON STOCK EXCHANGE). *Real Estate Investment Trusts. Qualifying criteria* [online]. Londýn, 2007. <http://www.londonstockexchange.com/> [cit. 2007-04-03].
- LONIE, Glen. *Tax impact on property investments* [online]. Czech Business Weekly, April 3, 2006. <http://www.cbw.cz/phprs/2006040336.html>, [cit. 2007-01-16].
- MAMAYSKY, Harry – SPIEGEL, Matthew. *A Theory of Mutual Funds: Optimal Fund Objectives and Industry Organization* [online]. Yale: Yale School of Management, 2002. <http://som.yale.edu/~spiegel/mf/mf.pdf> [cit. 2006-05-03].
- MAURER, Raimond – SEBASTIAN, Steffen. *Inflation Risk Analysis of European Real Estate Securities*. JRER, vol. 24, no 1. 2002. str. 47 – 77.
- MAURER, Raimond – RAINER, Frank – SEBASTIAN, Steffen. *Characteristics of German Real Estate Return Distributions: Evidence from Germany and Comparison to the U.S. and U.K.* Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 10, No. 1., 2004. str. 59 – 76.
- McGREAL, Stanley – PARSA, Ali – KEIVANI, Ramin. *Evolution of property investment markets in Central Europe: opportunities and constraints*. Journal of Property Research, 19/3, 2002, str. 213 – 230.
- McGREAL, Stanley – PARSA, Ali – KEIVANI, Ramin. *Globalisation, Institutional Structures and Real Estate Markets in Central European Cities*. Urban Studies, 38/13, 2001, str. 2458 – 2476.
- McGREAL, Stanley – PARSA, Ali – KEIVANI, Ramin. *Perceptions of Real Estate Markets in Central Europe: A survey of European Investors*. Journal of Real Estate Literature, 2001.
- MERTLÍK, Pavel. *Privatizace po česku: pět let putování od veřejného vlastnictví k veřejnému vlastnictví*. Politická ekonomie, 4/1996, Praha, 1996.
- MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Důvodová zpráva k návrhu zákona o kolektivním investování* [online]. Praha, 2003. <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?C=956&T=k2002psp4t&E=doc>, [cit. 2006-12-14].
- MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Důvodová zpráva k návrhu novely zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování* [online]. Praha, 2005. [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI\\_duvodova\\_zprava.pdf\\_2005.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/ZKI_duvodova_zprava.pdf_2005.pdf) [cit. 2006-12-03].
- MUSÍLEK, Petr. *Investiční chování domácností a ochrana investorů*. v KOL. AUT. Regulace a dozor nad finančními trhy. Sborník z mezinárodní konference. Praha, 2003. str. 64 – 72.
- OECD. *White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS)* [online]. V Financial Market Trends, No. 88, March 2005. <http://www.oecd.org/dataoecd/10/10/34572343.pdf> [cit. 2006-12-14].
- POSOLDA, Lukáš. *Sociální bydlení: více zneklidnění než pozitivních zpráv* [online]. Stavební fórum, 29. března 2006. <http://www.stavebni-forum.cz/detail.php?id=7219> [cit. 2006-10-10]



- PWC (PRICEWATERHOUSECOOPERS). *Global Real Estate Now. Insights, observations and research* [online]. Listopad 2006. <http://www.pwc.com> [cit. 2006-12-10]
- REY-LEFEBVRE, Isabelle. *L'immobilier en Bourse, placement sûr*. Le Monde, 12. listopadu, 2006. str. 18.
- REY-LEFEBVRE, Isabelle. *Les performance attractives des foncières*. Le Monde, 12. listopadu, 2006. str. 19.
- RICHTER, Tomáš. *Kuponová privatizace a její vlivy na správu financování českých akciových společností*. Praha, 2005.
- RICHTER, Tomáš. *Mezi smlouvou, vlastnictvím a korporací: právní úprava trustu v návrhu nového občanského zákoníku*. v ŠTENGLOVÁ, Ivana (ed.). *Pocta Miloši Tomsovi k 80. narozeninám*. Plzeň, 2006. str. 334 – 373.
- ROUWENHORST, K. Geert. *The Origins of Mutual Funds*. Yale ICF Working Paper No. 04-48, [online]. SSRN <http://ssrn.com/abstract=636146>, 2004. [cit. 2006-05-13].
- SHILLER, Robert J. *Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion* [online]. New Haven, 2001. <http://www.cgapubs.org/doi/abs/10.2469/faj.v58.n3.2535> [cit. 2006-05-13].
- SHILLER, Robert J. *Conversation, Information, and Herd Behavior* [online]. New Haven, 1995. <http://ideas.repec.org/p/cwl/cwldpp/1092.html> [cit. 2006-05-13].
- SAILER, Michal. *Fondové financování rezidenčních projektů* [online]. Investujeme.cz, 3. května 2007. <http://www.investujeme.cz/?object=toptema&sid=308&sekce=0070>. [cit. 2007-05-4]
- SEDLÁČEK, Tomáš. *Transformation and the Impact of Ethics – a Case Study from the Area of Collective Investment*. v MEJSTRÍK, Michal (ed.). *Cultivation of Financial Markets in the Czech Republic*. Karolinum, Praha, 2004. str. 317 – 339.
- SHARPE, William C. – ALEXANDER, Gordon J. – BAILEY, Jeffrey V. *Investments. 6th edition*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1998.
- SLOŇKOVÁ, Sabina. *Stát přehrál miliardy spekulantům* [online]. Aktuálně.cz, 1.11.2005. <http://aktualne.centrum.cz/domaci/kauzy/clanek.phtml?id=161>. [cit. 2007-05-01]
- SUNEGA, Petr. *Makroekonomie bydlení* [online]. Praha, 2002. [http:// seb.soc.cas.cz](http://seb.soc.cas.cz) [cit. 2007-02-01]
- SÝKORA, Luděk. *Commercial Property Development in Budapest, Prague and Warsaw*. v: ENYEDI, G. (ed.). *Social Change and Urban Restructuring in Central Europe*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 1998. s. 109-136.
- SÝKORA, Luděk. *Local and regional planning and policy in East Central European transitional countries*. v: HAMPL a kol.. *Geography of Societal Transformation in the Czech Republic*. Praha, 1999, s. 153-179.
- SÝKORA, Luděk. *Office Development and Post-Communist City Formation*. v STANILOV, K. (ed.). *Cities in Transition*. 2007. – v tisku
- SÝKORA, Luděk – ŠIMONÍČKOVÁ, I. *The Development of Commercial Property Markets in the Context of Transition from Command to Market Economy: The Case of the Czech Republic and Prague*. EMERGO - Journal of Transforming Economies and Societies 3 (3), 1996, s. 74-88.
- ŠMAJSTRLOVÁ, Eva. *Řízení rizik stavebních projektů* [online]. [http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/05\\_Ekonomika%20a%20rizeni%20stavebnictvi/5\\_01\\_Ekonomika%20investic/Smajstrlova\\_Eva.pdf](http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/05_Ekonomika%20a%20rizeni%20stavebnictvi/5_01_Ekonomika%20investic/Smajstrlova_Eva.pdf) [cit. 2006-10-11].
- TEMELOVÁ, Jana. *Odras globalizace v komerční nebytové výstavbě v Praze po roce 1990* [online]. Praha, 2005. <http://web.natur.cuni.cz/cvmmr/> [cit. 2006-10-11].
- TEMELOVÁ, Jana. *High profile buildings: help-mates in international and local competition. The case of Prague* [online]. Praha, 2004. <http://web.natur.cuni.cz/cvmmr/> [cit. 2006-10-11].
- THION, Bernard – FAVARGER, Philippe – HOESLI, Martin. *Indices des ventes répétées et modification de l'environnement immobilier* [online]. Genève. <http://ideas.repec.org/p/fth/ehcge/2001.02.html> [cit. 2006-10-11].
- THOMPSON, John K. – CHOI, Sang-Mok. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries* [online]. OECD Financial Affairs Division Occasional Paper, No. 1. Paris, 2001. <http://www.oecd.org/dataoecd/3/3/1918211.pdf> [cit. 2007-03-11].

- ULRICH, Jan. *Diskontní míra ve výnosovém oceňování nemovitostí* [online].  
[http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/07\\_Soudni%20inzenyrstvi/7\\_01\\_Soudni%20inzenyrstvi/Ulrich\\_Jan2.pdf](http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2004texty/pdf/07_Soudni%20inzenyrstvi/7_01_Soudni%20inzenyrstvi/Ulrich_Jan2.pdf) [cit. 2007-11-28].
- YOUNG, Michael S. – GRAFF, Richard A. *Real Estate Is Not Normal: A Fresh Look at Real Estate Return Distributions*. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, ročník 10, číslo 3, květen 1995, str. 225 – 259
- ZHU, Haibin. *Immobilier commercial: l'énigme de l'absence de cycle* [online]. Rapport trimestriel BRI, 2002.  
[http://www.biz.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0209fre\\_g.pdf](http://www.biz.org/publ/qtrpdf/r_qt0209fre_g.pdf) [cit. 2006-10-08].

## 8.2 Zákony, směrnice a vyhlášky

- Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998*
- Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés* [online]. <http://www.cssf.lu> [cit. 2007-04-18].
- Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif* [online]. <http://www.cssf.lu> [cit. 2007-04-18].
- Loi du 19 juillet 1991 concernant les OPC dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public* [online].  
<http://www.cssf.lu> [cit. 2007-04-18].
- Úřední sdělení České národní banky ze dne 12. ledna 2007. Věstník ČNB, částka 3/2007 ze dne 19. ledna 2007. Praha, 2007.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování.
- Zákon 21/1992 Sb. o bankách – v úplném znění
- Zákon 151/1997 Sb. o oceňování majetku – v úplném znění
- Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování – v úplném znění
- Zákon 189/2004 Sb. o kolektivním investování – v úplném novelizovaném znění. Zdroj: [www.aspi.cz](http://www.aspi.cz).

## 8.3 Rozhovory

- BAJGAR, Radim. *Czech and Slovak Investment Advisors*. Praha, 28. listopadu, 2006.
- DUDMAN, Paul, Cushman & Wakefield. Praha, 10. února 2007
- HANZLÍK, Martin. AFAM ČR. Praha, 18. prosince, 2006.
- CHAPMAN, James, Cushman & Wakefield. Praha, 16. prosince 2006; 10. února 2007.
- SUŠKOVÁ, Dagmar, Orco Property Group. Praha, 15. listopadu, 2006.
- VOBRUBA, Aleš, Orco Property Group. Praha, 12. dubna, 2007.