

Uzavřené nebo otevřené fondy?

*Petr Musílek**

Abstrakt:

Příspěvek diskutuje vývoj postavení jednotlivých druhů investičních fondů. V úvodní části příspěvku jsou rozebrány podrobnější charakteristiky, výhody a rizika fondů kolektivního investování. Současně jsou diskutovány klíčové milníky ve vývoji institucionálního uspořádání kolektivního investování. Dále jsou analyzovány výhody a nevýhody uzavřených a otevřených fondů. V závěrečné části příspěvku je rozebrán důvod boomu otevřených fondů oproti fondům uzavřeného typu v posledních dekadách.

Klíčová slova: Kolektivní investování; Uzavřené fondy; Otevřené fondy; Čistá hodnota aktiv.

JEL klasifikace: G23.

1 Úvod

Problematika nebankovních finančních institucí nebývá příliš často zkoumána v oblasti finanční a investiční ekonomie. Institucionální uspořádání fondového investování může výrazně ovlivňovat postavení a životaschopnost investičních entit v investičním systému. V úvodní části diskusního příspěvku jsou uvedeny podstatné znaky kolektivního investování včetně rozboru nejdůležitějších milníků. V další části textu je pozornost věnována jak tradičním uzavřeným investičním fondům, tak zvláštním typům uzavřených fondů. V následující části je pozornost věnována otevřeným fondům. V závěrečné části příspěvku jsou diskutovány klíčové faktory, které stojí za prudkým růstem poptávky po otevřených fondech na rozvinutých investičních trzích.

2 Podstata kolektivního investování a klíčové milníky

Kolektivní investování je založeno na společném investičním zájmu většího počtu individuálních investorů co možná nejefektivněji zhodnotit své volné peněžní prostředky při současné snaze minimalizovat investiční rizika dostatečnou diverzifikací společného (vzájemného) portfolia. Zdá se, že první zárodky kolektivního investování vznikají již v druhé polovině 18. století v Holandsku. V roce 1774 holandský kupec a investiční zprostředkovatel Abraham van Ketwich vyzval drobné investory k úpisu 2 000 cenných papírů fondu, nesoucího název Svornost vytváří sílu (holandsky Eendragt Maakt Magt). Založením tohoto fondu se van Ketwich snažil vrátit důvěru drobným investorům po finanční krizi, která

* Petr Musílek; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.musilek@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

propukla v letech 1772–1773. Hlavní důvod finančních problémů zejména anglických bank spočíval v nadměrné expozici ve společnosti the British East India Company. Později se finanční krize rozšířila i do Amsterdamu, kde se také mnoho bankovních domů dostalo do značných problémů. Jednou z možností překonání krize důvěry bylo nabídnutí určité investiční inovace (novinky). Široká veřejnost získala možnost diverzifikace portfolia již při velmi nízké počáteční výši kapitálu (500 guldenů). Podle soudobé investiční terminologie fond Svornost vytváří sílu měl charakter uzavřeného fondu. Počáteční úspěch tohoto fondu inspiroval v Holandsku další kupce a obchodníky k zakládání obdobných forem investičního podnikání. V roce 1776 konsorcium bankéřů z Utrechtu založilo investiční fond Ziskový a obezřetný (holandsky Vordeelig en Voorsigtig), investující zejména do koloniálních půjček. Navíc v roce 1779 Abraham van Ketwich založil druhý fond s latinským názvem Concordia Res Parvae Crescunt (česky opět Svornost vytváří sílu), mající mnohem větší flexibilitu při koncipování a realizaci investiční politiky. Prospekt tohoto fondu pouze stanovil, že fond bude investovat nejen do kvalitních cenných papírů, ale také i do podhodnocených investičních aktiv.

Investiční výsledky prvních holandských fondů však nebyly příliš úspěšné. Jejich neúspěch zejména souvisel s výrazným poklesem hodnoty koloniálních půjček v 80. letech 18. století. V roce 1782 van Ketwich zastavil obchodování s cennými papíry fondu Svornost vytváří sílu a na několik let omezil výplatu dividend. Na přelomu 18. a 19. století cenné papíry fondů Eendragt Maakt Magt, Vordeelig en Voorsigtig a Concordia Res Parvae Crescunt dokonce mizí z kursovního listku Amsterdamské burzy a dále jsou pouze nepravidelně obchodovány na privátních aukcích, organizovaných investičními bankéři. V roce 1803 fondy Eendragt Maakt Magt a Concordia Res Parvae Crescunt byly převzaty firmou van Ketwich & Voomberg. V roce 1811 pak cenné papíry fondu Eendragt Maakt Magt klesly až na úroveň 25 % její nominální hodnoty, která činila 500 guldenů. V dalších letech došlo k určitému zotavení kursů cenných papírů tohoto fondu a v roce 1824 fond vyplatil zbývajícím podílníkům likvidační dividendu ve výši 561 guldenů a ukončil svoji činnost. Naopak vypořádání podílníků fondu Concordia Res Parvae Crescunt trvalo neuvěřitelných 114 let, přičemž likvidační dividendu činila 430,55 guldenů (tj. 87 % původní investice).

Ve 20. letech 19. století belgická Société de Belgique založila první fondy kolektivního investování, a to konkrétně v roce 1822. O 30 let později vznikl první investiční fond ve Francii, který se nazýval Crédit Mobiliér. V roce 1860 byla založena ve Skotsku Scottish-American Investment Company. V roce 1868 byl vytvořen v Londýně fond Foreign and Colonial Government Trust, investující zejména do zahraničních hypoték, železnic a jiných průmyslových společností. Tento fond fungoval velmi podobně jako první holandské fondy a po deseti letech jeho činnosti byl kótován na Londýnské burze. Podle jeho prospektu bylo základním cílem drobným investorům zajistit výhody institucionálních investorů diverzifikací

rizika, a to investováním do zahraničních a koloniálních cenných papírů. Dosažený výnos z portfolia fondu byl pouze částečně vyplácen ve formě dividend a nerozdělené výnosy byly akumulovány tak, aby bylo možné umořit cenné papíry fondu za 24 let. Foreign and Colonial Government Trust díky efektivní diverzifikaci portfolia bez problémů „přežil“ i Baring krizi v roce 1890. Tato banka měla extrémní expozici v Argentině. Při kolapsu argentinského finančního systému se podařilo britskou banku zachránit jen díky záchrannému programu Bank of England.

V 70. letech 19. století prudký rozvoj britského kolektivního investování ve formě uzavřených fondů pokračoval. Např. v roce 1875 vzniklo v Londýně 18 fondů investujících zejména do zahraničních cenných papírů, britských státních dluhopisů a britských akcií. V této době zakládá fond také skotský obchodník Robert Fleming s názvem First Scottish American Investment Trust, investující zejména do amerických železničních dluhopisů. Před první světovou válkou existovalo v Británii více než 100 investičních fondů. Otevřené fondy začaly v Británii vznikat až ve 30. letech minulého století. Angličtí investiční bankéři, inspirovaní návštěvou USA, založili experimentálně první otevřený fond First British Fixed Trust v dubnu roku 1931, investující do pevně stanovených cenných papírů na předem určenou dobu. Základním cílem bylo diverzifikovat riziko při dosažení vyššího výnosu než při investování do věčných rent (konzol). Experiment byl úspěšný a další otevřené fondy se začaly rychle zakládat. Navíc začaly nové fondy rychle používat flexibilnější investiční strategie. Clarke (1999, s. 52) uvádí, že koncem 30. let minulého století ve Velké Británii již fungovalo 30 otevřených fondů s investičním majetkem 80 mil. liber, spravovaných 15 správcovskými společnostmi.

Rozvoj kolektivní investování se v USA o několik desítek let opozdil ve srovnání s Evropou. Americká kolektivní forma investování se vyvinula z podniků holdingového typu. Např. The Boston Personal Property Trust zahájil sice činnost v roce 1893, ale teprve později se přeměnil na investiční společnost. Podobný vývoj zaznamenala The Railway and Light Securities Company, která byla založena v roce 1904. Teprve v roce 1921 byl od samého začátku založen jako uzavřený investiční fond The Securities of America. Do roku 1929 vzniklo v USA 420 uzavřených fondů, přičemž velká většina z nich se dostala do obrovských finančních problémů ve 30. letech minulého století, a to zejména z důvodu vysoké zadluženosti, nedostatečné diverzifikaci portfolia a rozsáhlých nepoctivých praktik jejich správců. Vůbec prvním americkým otevřeným fondem byl The Massachusetts Investors Trust, založený v roce 1924 v Bostnu. Tento fond neměl pevně stanovenou výši kapitálu, což umožnilo fondům velkou flexibilitu v počtu vydaných podílů a současně zajistit vysoký stupeň likvidity investorům. Právě z tohoto důvodu se otevřené fondy staly postupně značně populární a získaly mnohem větší význam než fondy uzavřeného typu. I když soudobé institucionální uspořádání kolektivního investování se značně modernizovalo, některé původní základní prvky

fondů z 18. a 19. století zůstávají v platnosti do dnešní doby (zejména shromažďování prostředků od široké veřejnosti, definování investiční strategie na základě prospektu, princip diverzifikace rizika a informační povinnost fondu).

V evropských státech pod německým vlivem (kromě Německa např. Dánsko nebo Rakousko) se první zárodky kolektivního investování objevují až po druhé světové válce. Např. v Německu byla první investiční společnost Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft založena až v roce 1949 skupinou německých bank (Bayerische Staatsbank, Bayerische Hypotheken- und Wechsel-bank, Württembergische Bank in Stuttgart a Bankhaus Seiler&Co.). Do roku 1956 vznikly pouze další čtyři investiční společnosti. Do konce 50. let investovaly německé fondy výlučně do akciových instrumentů. Teprve v 60. letech začaly německé fondy postupně investovat i do nemovitostí a dluhopisů. V polovině 70. let existovalo v Německu pouze několik desítek fondů. K velkému rozmachu německého kolektivního investování však dochází na přelomu tisíciletí, přičemž v současné době funguje v Německu více než 2 000 veřejných fondů.

Na asijském trhu došlo k rozvoji kolektivního investování až v 80. letech minulého století, a to zejména v Japonsku a Jižní Koreji. Naopak v Hongkongu nebo Singapuru spíše dominantní postavení zaujímá investování individuální.

Na nově vznikajících trzích ve střední a východní Evropě se kolektivní investování rozvinulo až v 90. letech minulého století, a to zejména jako integrální součást různých kuponových metod privatizace státního majetku. Celkově lze konstatovat, že kuponové privatizace měly na ekonomiku jak pozitivní dopady, tak i některé negativní vlivy. Mezi pozitivní dopady kuponových metod patřily především velmi důležité krátkodobé efekty: „bleskové“ odstátnění podnikové sféry, zabránění spontánní manažerské privatizaci, zabránění majetkovému ovládnutí ekonomiky netransparentním zahraničním (nejspíše východoevropským) kapitálem, nabídka tzv. lidových akcií široké investiční veřejnosti a rychlá renesance investování a investičního bankovníctví v nadměrně konzervativním finančním prostředí. Bohužel kuponové metody měly také některé dlouhodobé nezamýšlené dopady, a to zejména na postupně se formující burzovní trh, poněvadž tato privatizační metoda nepřinesla nejen nový finanční kapitál, ale ani potřebné know-how pro privatizované nevykonné podniky. Snad největším nepříznivým efektem bylo překvapivě rozsáhlé a masivní rozšíření nepoctivých praktik a investiční kriminality. Podlomení důvěry investorské veřejnosti zajisté pak přispělo k dlouhodobé stagnaci východoevropských kapitálových trhů včetně kolektivního investování.

Fondy kolektivního investování patří mezi významné institucionální investory na světových finančních trzích. Odhaduje se (např. Investment Company Fact Book, 2025, s. 20), že regulované fondy vlastní 27 % celosvětové tržní kapitalizace cenných papírů. Stále rostoucí popularita kolektivního investování (např. koncem

roku 2024 existovalo celosvětově více než 144 tis. regulovaných fondů s majetkem téměř 74 bil. USD) byla vyvolána větším počtem faktorů, které diskutujeme v následujícím textu. Instituce kolektivního investování zabezpečují profesionální správu úspor. Správa portfolií je svěřena odborníkům, kteří neustále sledují dění na investičních trzích a okamžitě reagují na neočekávané kursotvorné události. Při svém rozhodování správci vycházejí z podrobných investičních analýz a investiční portfolio spravují s využitím nejmodernějších poznatků. Profesionální správci aktiv rovněž využívají různé techniky řízení investičních rizik prostřednictvím finančních derivátů. Profesionální správa aktiv by pak měla přispět k vyšší výkonnosti společného (vzájemného) portfolia. Spojování individuálních portfolií do společného portfolia by mělo umožňovat efektivnější diverzifikaci rizika. Naopak individuální investoři mají omezené možnosti diverzifikace rizika v důsledku nedostatečné výše kapitálu. Instituce kolektivního investování dosahují při správě aktiv úspor z rozsahu a ze sortimentu, což pak umožňuje drobným investorům spravovat investiční majetek za nižších nákladů oproti individuálnímu přístupu. Kolektivní investování umožňuje drobným investorům také investovat do široké palety investičních instrumentů, které by jim jinak byly obtížně kapitálově a odborně dostupné. Typickým příkladem jsou instrumenty peněžního trhu, nemovitosti, finanční deriváty nebo zahraniční cenné papíry. Motivem kolektivního investování je často i sociální odpovědnost domácností, která spočívá ve vytváření úspor pro období penzijního věku, odkládání části disponibilního důchodu za účelem budoucího financování vzdělání svých dětí či financování neočekávaných zdravotních výdajů. Kolektivní investování je založeno na jednoduchosti a pohodlnosti, což výrazně ulehčuje správu úspor domácností. Instituce kolektivního investování nabízejí svým klientům také rozsáhlou paletu služeb. Mezi standardní nabízené služby patří automatické reinvestování, depot, právo směny, akumulační plán nebo výplatní plán. Instituce kolektivního investování obvykle vytvářejí rodiny fondů s různými charakteristikami, což umožňuje investorům přesouvat peněžní prostředky mezi jednotlivými fondy za minimálních transakčních nákladů, a to často kontinuálně internetovým způsobem.

Kolektivní investování je však spojeno nejen s výhodami, ale i s určitými riziky. Jsme toho názoru, že mezi klíčové definiční znaky kolektivního investování patří tržní způsob oceňování cenných papírů fondů kolektivního investování, kdy ztráty přirozeně plně dopadají na investora. Dále neexistence garančních systémů v případě úpadku fondu nebo jeho správce. Rovněž může vznikat potenciální konflikt zájmů mezi investory a správci portfolia. Nesmíme zapomínat i na nepoctivé praktiky ze strany správců svěřených prostředků. V některých případech se může vyskytnout i nesplnění odkupní povinnosti fondem či správcem fondu, pokud se fond dostane do likvidních problémů a zpětné odkupy jsou zastaveny či omezeny.

V posledních dekádách dochází k významné koncentraci správců aktiv fondů (otevřených fondů a ETF fondů), což dokumentuje níže uvedená tabulka.

Tab. 1 Podíl 10 největších správců fondů (USA, 2005–2024)

Rok	Podíl v %
2005	46
2020	64
2024	71

Zdroj: Investment Company Fact Book (2025, s. 24).

Výrazný vzestup koncentrace největších správců je především vyvolán boomem pasivně spravovaných fondů, zejména burzovně obchodovaných fondů (ETF). Podrobněji roli ETF fondů rozebírá Musílek (2023). Růst významu fondů kolektivního investování má podstatný vliv na formování mikrostruktury investičních trhů. Pro aktivity fondů kolektivního investování je mimořádně důležitá likvidita sekundárních trhů, efektivní ochrana práv vnějších investorů, adekvátní standardy zveřejňování informací, tržně orientované účetnictví, fungující legislativní prostředí a zdravý finanční systém. Fondy kolektivního investování na jedné straně požadují vysokou likviditu sekundárních investičních trhů, na druhé straně však svými aktivitami zpětně ovlivňují stupeň likvidity investičních trhů. Likvidní požadavky fondů podporují nejen konsolidaci roztržštěných národních burzovních trhů do nadnárodních burzovních elektronických obchodních systémů, ale také přispívají k vytváření specializovaných institucionálních trhů, které umožňují realizaci obchodů s velkým počtem cenných papírů určitého titulu (blokové obchody) nebo s velkým počtem rozdílných titulů v jednom časovém okamžiku (programové obchodování). Potřeby fondů kolektivního investování se rovněž odrážejí v postupném opouštění obchodních systémů založených na principu tvůrců trhu a jejich nahrazování systémy řízených příkazy, které umožňují výrazné snižování transakčních nákladů. Na druhé straně se zdá, že instituce kolektivního investování mohou zvyšovat volatilitu cen investičních instrumentů, což podrobněji rozebírá Musílek (2010).

3 Tradiční uzavřené fondy

Tradiční uzavřený fond (angl. closed-end fund) kolektivního investování se vyznačuje tím, že je přesně stanoven počet emitovaných cenných papírů. Počáteční nabídku cenných papírů zpravidla organizují ručitelským způsobem investiční prostředníci. Po umístění cenných papírů na primárním trhu existuje omezený počet investorů, kteří však nemají právo zpětného prodeje cenných papírů emitentům. S těmito cennými papíry se však obchoduje na sekundárních trzích, přičemž jejich tržní cena kolísá nejen s výší čisté hodnoty aktiv, ale i na základě dalších faktorů.

Cenné papíry historicky prvního uzavřeného fondu Svornost vytváří sílu byly emitovány v listinné podobě, kdy plášť měl v podstatě charakter prospektu o 17 člancích. První článek statutu stanovil jmenování dvou komisařů (Dirk Bas Backer a Frans Jakob Heshuysen), dozorující investiční politiku fondu.

Druhý článek prospektu detailně specifikoval deset investičních tříd, do kterých fond mohl investovat (cenné papíry z Rakousku, Dánska, Německa, Španělska, Švédska, Ruska a z vybraných oblastí, které spadaly do koloniálního vlastnictví).

Organizace trustu kladla velký důraz na svěrenskou (fiduciární) odpovědnost vůči investorské veřejnosti. Prospekt stanovil, že správce van Ketwich měl povinnost předkládat určeným komisařům každoročně účetnictví a na požádání kohokoliv prokázat, že vykonává správu kvalitně a řádně. Správce za své služby získal při úpisu cenných papírů provizi ve výši 0,5 % z hodnoty fondu a každý rok pak odměnu ve výši 100 guldenů za každou třídu cenných papírů. Rouwenhorst (2004) uvádí, že přepočtený roční obhospodařovatelský poplatek činil přibližně 0,2 % z hodnoty aktiv. Listinné cenné papíry, do kterých fond Svornost vytváří sílu investoval, byly uloženy v obchodní místnosti van Ketwiche, a to v ocelové truhle se třemi samostatně fungujícími zámky, jejichž klíče měli oba komisaři a pověřený veřejný notář. Jednalo se v podstatě o primitivní podobu soudobého depozitáře.

Prospekt fondu požadoval, aby byla neustále zajištěna dostatečná diverzifikace portfolia. 2 000 emitovaných cenných papírů fondu bylo dále rozděleno do dvaceti tříd a kapitál každé třídy byl investován do 50 cenných papírů. Každá třída musela obsahovat minimálně 20 různých cenných papírů a od jednoho titulu mohly být maximálně tři cenné papíry. Kromě prvků diverzifikace rizika fond Svornost vytváří sílu obsahoval i určité znaky hazardních her. Výnosy z portfolia byly pouze částečně vypláceny investorům. Majitelé cenných papírů trustu měli garantovanou roční dividendu ve výši 4 % (pozn. roční úrokové sazby se v té době však pohybovaly mezi 5-6 %) a zbytek výnosů portfolia fondu se akumuloval na rezervním účtu, přičemž sloužil k umoření jednoho cenného papíru z každé třídy za nominální hodnotu plus prémie ve výši 20 procent. Současně byly také navýšeny budoucí dividendy sousedních cenných papírů. Hazardní prvky ve spojitosti s cennými papíry se nám mohou zdát nezvyklé ze současného pohledu. V 18. století bylo však zcela normální, že cenné papíry obsahovaly rozsáhlé prvky hazardních her.

Podle teorie efektivních trhů by tržní ceny uzavřených fondů měly konvergovat k čisté hodnotě aktiv připadající na jeden cenný papír (angl. net asset value – NAV). Vzniklá diskrepance by měla být pouze krátkodobá, poněvadž vznik rozdílu mezi tržní hodnotou portfolia a tržní cenou obchodovaných cenných papírů by měl vyvolat arbitrážní obchody spekulantů a vytvoření rovnovážného vztahu. Cenné papíry uzavřených fondů akciového typu jsou však obvykle obchodovány na sekundárních trzích s diskontem (tržní cena akcie je menší než čistá hodnota aktiv připadající na jednu akcii). Výjimkou jsou uzavřené fondy krátce po založení, jež

se někdy obchodují s premií. Rovněž dluhopisové fondy se zpravidla obchodují s minimálním diskontem. Diskont uzavřených fondů se obvykle pohybuje inverzně s cenami akcií. Např. v periodách „býčího trhu“ (1968–70 a 1982–86) se diskont tržních cen cenných papírů uzavřených fondů podstatně snížil. Naopak v obdobích „medvědího trhu“ (70. léta nebo krize v roce 1987) došlo k jeho podstatnému zvýšení. Existence diskontu v tržní cenách cenných papírů uzavřených fondů může být vyvolána z několika důvodů. Zásadní vliv mají technické překážky v realizaci arbitrážních obchodů. Cenné papíry uzavřených fondů mají obvykle i nižší likviditu než investiční instrumenty, které jsou obsaženy v jejich portfoliu. Navíc správa uzavřených fondů je spojena s náklady zastoupení (vysoké správní náklady, špatná kvalita managementu, konflikt zájmů), což snižuje jejich tržní ceny. Rovněž může existovat negativní vliv daňového zatížení uzavřených fondů a majitelů jejich cenných papírů. Výše diskontu je také ovlivněna historickou výkonností fondů. I přes výše uvedené důvody se zdá, že diskont v tržní cenách instrumentů uzavřených fondů je vyšší, než by odpovídalo uvedeným faktorům (např. Malkiel, 1977).

Diskont uzavřených fondů měl v posledních letech podle Investment Company Fact Book (2025, s. 77) tendenci k poklesu (např. v roce 2023 diskont uzavřených akciových fondů na americkém trhu činil 7 %, diskont uzavřených dluhopisových fondů dokonce poklesl na 5,2 %).

Institute, které provozují uzavřený model investování, mají zpravidla charakter korporací s vlastní právní subjektivitou¹. Uzavřený model investování však není ve vyspělých státech příliš populární. Domníváme se, že uzavřený model kolektivního investování je vhodný především při investování do instrumentů, které mají nízkou likviditu (např. nemovitosti, málo kapitalizované akciové společnosti, neobchodované dluhové instrumenty nebo investiční instrumenty z nově vznikajících trhů). Největší význam mají uzavřené fondy ve Velké Británii (investment trust) a v USA (closed-end fund), ale i tam jsou v naprosté menšině, což je patrné z tabulky 2. Minimální význam mají uzavřené fondy např. ve Francii (SICAF – Société d'Investissement à Capital Fixe) a Lucembursku (SICAF). V některých státech (např. Německo) byla uzavřená forma investování povolena teprve nedávno.

¹ Výjimkou je např. USA, kde mohou být vytvářeny uzavřené fondy bez vlastní právní subjektivity spravované sponzorem (unit investment trust). Na trhu kolektivního investování však mají zcela okrajový význam. Rovněž český systém kolektivního investování umožňuje vytváření uzavřených podílových fondů bez vlastní právní subjektivity.

4 Zvláštní typy uzavřených fondů

Kromě tradičních uzavřených fondů existují intervalové fondy (angl. interval funds), nabídkové fondy (angl. tender offer funds) a rozvojové fondy (angl. business development funds). Tyto zvláštní uzavřené fondy se liší od tradičních uzavřených fondů zejména tím, že nejsou obchodovány na sekundárních trzích (burzovních nebo OTC). Dále tyto zvláštní typy uzavřených fondů mohou kontinuálně nabízet nové cenné papíry za NAV. V roce 2024 v USA existovalo 393 zvláštních uzavřených fondů podle Investment Company Fact Book (2025, s. 78), přičemž spravují významně větší objem majetku než tradiční uzavřené fondy (tradiční fondy: 249 mld. USD, zvláštní typy uzavřených fondů: 403 mld. USD).

Intervalové fondy mohou průběžně emitovat podíly za NAV, pokud dříve byla uskutečněna počáteční veřejná nabídka. Výrazná většina intervalových fondů není obchodována na sekundárních trzích. Naopak likviditu může investor získat tím, že správce fondu pravidelně organizuje periodické (čtvrtletně, pololetně nebo ročně) výkupní aukce za aktuální NAV. Často jsou intervalové fondy také nabízeny pouze kvalifikovaným investorům, splňující příjmové, majetkové či množstevní požadavky. Ke konci roku 2024 podle Investment Company Fact Book (2025, s. 79) na americkém trhu operovalo 118 intervalových fondů s majetkem 99 mld. USD.

Nabídkové fondy nejsou obvykle kotovány a průběžně emitují podíly za NAV. Většinou jsou nabídkové fondy určeny kvalifikovaným nebo akreditovaným investorům. Výkupní aukce jsou organizovány na diskreční bázi, a to nepravidelně. Ke konci roku 2024 podle Investment Company Fact Book (2025, s. 79) na americkém trhu operovalo 113 nabídkových fondů s majetkem 80 mld. USD.

Rozvojové fondy nejsou v USA registrovány jako fondové jednotky. Obvykle investují do malých a problémových společností, které mají nedostatečný přístup k finančním zdrojům. Rozvojové fondy musí minimálně 70 % aktiv investovat do společností s kapitalizací menší než 250 mil. USD. Rozvojové fondy mohou být buď kotované nebo nekotované. Kotované rozvojové fondy jsou pravidelně obchodovány na sekundárních trzích. Naopak nekotované rozvojové fondy jsou často umísťovány privátním způsobem a kvalifikovaní investoři je často drží 10 i více roků. Ke konci roku 2024 podle Investment Company Fact Book (2025, s. 79) na americkém trhu působilo 162 rozvojových fondů, spravující majetek 225 mld. USD.

5 Otevřené fondy

Otevřený fond (angl. open-end fund) kolektivního investování je charakteristický tím, že počet emitovaných cenných papírů není předem stanoven. Nové cenné papíry jsou emitovány podle poptávky investorů, přičemž investoři mají právo jejich zpětného prodeje emitentům, což výrazně zvyšuje jejich likviditu. Tržní cena

emitovaných cenných papírů není určena na základě nabídky a poptávky na sekundárních trzích, ale vyplývá z každodenního ocenění čisté hodnoty aktiv připadající na jeden cenný papír, což lze vyjádřit následující formulí:

$$NAV = \frac{A - L}{N}, \quad (1)$$

kde

NAV je čistá hodnota aktiv připadající na jeden cenný papír,

A je celková tržní hodnota aktiv,

L jsou celkové závazky, a

N je počet emitovaných cenných papírů.

Předpokládejme, že máme European Fund, jehož celková tržní hodnota aktiv byla po skončení evropského burzovního dne ve 20,00 hod. SEČ 250 mil. EUR, celkové závazky byly 30 mil. EUR a celkově bylo emitováno 45 mil. kusů cenných papírů. NAV pak zjistí depozitář fondu podle výše uvedené formule:

$$NAV = \frac{250 \text{ mil.} - 30 \text{ mil.}}{45} \text{ mil.} = 4,89 \text{ EUR.}$$

Čistá hodnota aktiv připadající na jeden cenný papír je 4,89 EUR.

Prodej nových cenných papírů se zpravidla neuskutečňuje za čistou hodnotu aktiv připadající na jeden cenný papír, ale za emisní cenu. Při prodeji cenných papírů si instituce kolektivního investování připočítávají k čisté hodnotě aktiv připadající na jeden cenný papír určitou přírážku, která je ovlivňována nejen likviditou aktiv portfolia, ale také způsoby distribuce cenných papírů a konkurencí v odvětví kolektivního investování. V posledních letech došlo ve vyspělých státech k výraznému poklesu přírážek nebo dokonce k jejich úplnému zrušení. Zpětný odkup cenných papírů uskutečňují instituce kolektivního investování za odkupní cenu, která se buď shoduje s čistou hodnotou aktiv připadající na jeden cenný papír, nebo je nižší o srážku. Rovněž existuje trend k postupnému opouštění srážek při výstupu z fondu.

Instituce, které provozují otevřený model kolektivního investování, mohou mít odlišné právní postavení, přičemž lze zejména rozlišovat otevřené instituce s vlastní právní subjektivitou nebo otevřené instituce bez vlastní právní subjektivity.

Otevřené instituce s vlastní právní subjektivitou mají charakter korporací, které získávají peněžní prostředky emisí akcií. Shromážděné prostředky pak alokují do různých investičních instrumentů. V tomto uspořádání se investoři stávají akcionáři, přičemž svá práva mohou zpravidla prosazovat na valné hromadě. Tato konstrukce institucí kolektivního investování se používá zejména v USA (mutual fund), ve Velké Británii (open-end investment company), ve Francii (SICAV – Société d'investissement à capital variable), v Nizozemsku (investment company) nebo v Lucembursku (SICAV).

Otevřené instituce bez vlastní právní subjektivity jsou vytvořeny investičními společnostmi, které zpravidla současně spravují portfolia více fondů. Majetek fondu je však oddělen od majetku investiční společnosti. Investor při vložení prostředků není akcionářem investiční společnosti, nýbrž je podílníkem na majetku fondu. Za vložení kapitál dostává investor podílový list (investiční certifikát). Tyto cenné papíry však neopravňují majitele zasahovat do správy fondu. Otevřené fondy bez vlastní právní subjektivity jsou obvyklé zejména v Německu, ve Švýcarsku, v Rakousku, u některých fondů ve Francii (FCP – Fonds Communs de Placement), v Lucembursku (FCP) nebo v České republice (otevřené podílové fondy).

Zvláštním typem fondů jsou Unit Investment Trusts (UIT fondy). Jedná se o registrované fondy, které jsou kombinací otevřených fondů a tradičních uzavřených fondů. Podobně jako otevřené fondy, tak emitují cenné papíry se závazkem zpětného odkupu. Současně vydávají pouze omezený počet cenných papírů. Cenné papíry Unit Investment Trusts mají také stanovený termín, ve kterém lze uplatňovat odkupní právo. UIT fondy jsou akciového nebo dluhopisového typu, přičemž zcela dominantní roli mají akciové fondy (95 %). Brokerské firmy, správci fondů či investiční prostředníci často oznamují indikativní ceny UIT fondů.

Tab. 2 Celková hodnota aktiv otevřených institucí kolektivního investování (svět, 1998, 2024, v mld. USD)

Kontinent/Země	Hodnota aktiv 1998	Hodnota aktiv 2024
Svět	9 595	73 862
Amerika	5 867	42 615
USA	5 525	38 842
Brazílie	-	1 483
Evropa	2 743	22 965
Lucembursko	508	6 046
Francie	626	2 599
Velká Británie	278	2 133
Německo	190	2 726
Česká republika	0,6	30
Asie a Pacifik	972	8 077
Austrálie	295	2 645
Čína	-	3 977
Japonsko	377	2 344

Zdroj: Investment Company Fact Book (2025).

Tab. 3 Hodnota aktiv fondů (USA, 1929–2024, v mld.USD)

Rok	Tradiční uzavřené fondy	Otevřené fondy
1929	2,9	0,1
1940	0,6	0,5
1950	0,9	2,5
1960	2,1	17,0
1970	4,0	47,6
1987	20,5	769,9
1995	135,7	2 811,5
2000	164,7	7 269,1
2005	276,0	8 905,0
2009	228,0	11 121,0
2015	263,0	15 648,0
2020	277,0	23 834,0
2024	249,0	28 537,0

Zdroj: Investment Company Fact Book (2025).

6 Boom otevřených fondů

Ve vyspělých státech se v posledních dekádách enormně zvýšila popularita otevřeného kolektivního investování, což dokumentují následující tabulky. Naopak je evidentní, že výrazně stagnují tradiční uzavřené fondy.

Výrazně rostoucí poptávka po otevřených fondech má multi-faktorový charakter, přičemž mezi nejdůležitější faktory pravděpodobně patří:

I. Historická výnosová míra z otevřených fondů. Racionálně se chovající domácnosti se snaží maximalizovat celkovou výnosovou míru ve vztahu k riziku a likviditě celkového finančního majetku. Výnosová míra z otevřených fondů přináší v posledních dekádách dlouhodobě výrazně nadprůměrné investiční výsledky, a to zejména při investování do akciových nebo balancovaných fondů.

II. Diverzifikované riziko otevřených fondů. Investičně gramotné domácnosti ve vyspělých státech více poptávají rozsáhle diverzifikovaná portfolia otevřených fondů, přičemž se zejména zaměřují na indexované otevřené fondy akciového typu.

III. Likvidita. Extrémně vysoká likvidita otevřených fondů je zabezpečována na základě práva zpětného prodeje majitelů cenných papírů otevřených fondů za aktuálně zjištěnou NAV, která se stanoví každodenně, v poslední době někdy i několikrát během obchodního dne.

IV. Kapitálově financované důchodové systémy. Značnou poptávku po otevřených fondech mají domácnosti v ekonomikách s reformovaným důchodovým systémem (tzn. s výrazným podílem kapitalizovaných pilířů), kdy správci penzijních aktiv často využívají otevřené fondy jako investičně-penzijní instrumenty pro své klienty, kterým spravují penzijní aktiva.

V. Pokles nákladů. Mimořádný zájem o investování do otevřených fondů je z velké části vyvolán výrazným poklesem ukazatele celkových nákladů (angl. total expense ratio – TER), což je patrné z níže uvedených tabulek.

Tab. 4 Ukazatel TER akciových fondů (EU, vážený průměr, 2013–2023)

Rok	Hodnota ukazatele v %
2013	1,49
2022	1,17
2023	1,17

Zdroj: Investment Company Fact Book (2025).

Tab. 5 Ukazatel TER dluhopisových fondů (EU, vážený průměr, 2013–2023)

Rok	Hodnota ukazatele v %
2013	0,98
2022	0,66
2023	0,67

Zdroj: Investment Company Fact Book (2025).

Pokles ukazatele TER je ovlivněn několika faktory. Za prvé, v posledních dekáдах došlo zejména v USA k výraznému vzestupu poptávky po fondových produktech, kde nejsou účtovány žádné (nebo minimální) vstupní či výstupní poplatky. Za druhé, výrazně roste poptávka po indexovaném investování (indexované fondy a ETF produkty), přičemž pasivní správa portfolia je spojena s výrazně nižšími obhospodařovatelskými náklady oproti aktivně spravovaným fondům. Podle Investment Company Fact Book (2025, s. 87) na americkém trhu podíl indexované správy vzrostl z 19 % v roce 2010 na 51 % v roce 2024. Za třetí, dochází ke koncentraci správy majetku, což se projevuje úsporami z rozsahu při obhospodařování spravovaných otevřených fondů.

7 Závěr

Institucionální uspořádání fondů kolektivního investování může být realizováno uzavřenou nebo otevřenou formou. Vznik kolektivního investování je spojen s uzavřenou podobou, kdy holandský kupec Abraham van Ketwich nabídl

investorům v Amsterdamu v roce 1774 úpis podílů uzavřeného fondu Svornost vytváří sílu, přičemž likviditu podporovaly sekundární trhy za tržních podmínek na základě střetnutí nabídky a poptávky. Teprve inovace ve formě zavedení práva zpětného prodeje za NAV, která byla poprvé použita v Bostonu v roce 1924 fondem The Massachusetts Investors Trust, otevřelo alternativní zajištění likvidity. Inovace na investičních trzích vznikají téměř každý obchodní den, avšak minimum z nich se ukáže, že jsou potřebné a užitečné. Mezi jednu z průlomových inovací ve světě investování jistě patří otevřené fondy s právem zpětného prodeje za čistou hodnotu aktiv (NAV). Převládající výhody tohoto uspořádání jednoznačně dokazuje tržní chování investičních participantů: dlouhodobý boom poptávky po otevřených fondech a stagnace poptávky po tradičních uzavřených fondech.

Literatura

Clarke, W. M. (1999). *How the City of London works* (p. 52). Sweet & Maxwell.

Investment Company Institute. (2025). *Investment company fact book*. <https://www.icifactbook.org/pdf/2025-factbook.pdf>

Malkiel, B. G. (1977), The Valuation of Closed-end Investment-Company Shares. *The Journal of Finance*, 32, 847–859. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01993.x>.

Musílek, P. (2010). Ceny akcií: efektivní nebo behaviorální přístup? *Oceňování*, 18(1), 50–64.

Musílek, P. (2023). 30 let burzovně obchodovaných fondů: boom a rizika tržního a regulatorního selhání. *Český finanční a účetní časopis*, 1, 35–48. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.581>.

Rouwenhorst, K. G. (2004). *The origins of mutual funds* (Yale ICF Working Paper No. 04-48). Yale School of Management.

Closed-end funds or Open-end funds?

Petr Musílek

Abstract:

The paper discusses the issue of development the position of individual types of investment funds. The introductory part of the paper discusses the more detailed characteristics, advantages and risks of collective investment funds. The paper discusses key milestones in the development of the institutional arrangement of collective investment. The advantages and disadvantages of closed-end and open-end funds are also analyzed. The final part of the paper analyzes the reason for the boom of open-end funds compared to closed-end funds in recent decades.

Keywords: Collective investments; closed-end funds; open-end funds; net asset value.

JEL Classification: G23.