

**STÁTNÍ SUVERÉNNÍ FONDY VE
SVĚTOVÉ EKONOMICE A PROJEKT
JEJICH MOŽNÉHO ZAVEDENÍ
V ČESKÉ REPUBLICE**

Jan ANDER

Diplomová práce
2010



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2009/2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jan ANDER**

Osobní číslo: **M07618**

Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Státní suverénní fondy ve světové ekonomice
a projekt jejich možného zavedení v České republice**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Provedte literární rešerši týkající se vzniku, vývoje a funkce státních suverénních fondů (SWF).

II. Praktická část

- Analyzujte SWF z hlediska objemu aktiv a transparentnosti (vč. snížení aktivity v roce 2009 po hospodářské krizi).
- Analyzujte jejich postavení a vztahy v rámci struktury státních financí.
- Vyhodnoťte vybranou ekonomiku a navrhněte zavedení obdobného fondu v České republice.
- Vyhodnoťte výhody a nevýhody plynoucí z případného vzniku SWF v České republice.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

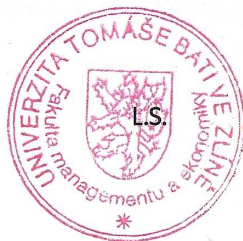
Seznam odborné literatury:

- [1] JÍLEK, J., Finanční trhy a investování. Praha: GRADA, 2008. 648 stran. ISBN 978-80-247-1653-4.
[2] MANKIW, G. N. Zásady ekonomie. Praha: GRADA, 1999. 768 stran. ISBN 80-7169-891-1.
[3] MIRACKY, W., BORTOLOTTI, B., Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008. Monitor-FEEM. April 2009. 92 stran.
[4] SETSER, B. W., Fellow for Geoeconomics. Sovereign Wealth and Sovereign Power. Council on Foreign Relations Press, 2008. 64 stran. ISBN 978-0-87609-415-0.
[5] Sovereign Wealth Fund Institute Inc.. www.swfinstitute.org [online]. 2008-2009 [cit. 2009-12-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.swfinstitute.org/>>.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Hrubošová**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **30. června 2010**
Termín odevzdání diplomové práce: **20. srpna 2010**

Ve Zlíně dne 30. června 2010

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby ¹⁾;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 ²⁾;
- podle § 60 ³⁾ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 ³⁾ odst. 2 a 3 mohu užit své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že jsem svoji diplomovou práci na téma “Státní suverénní fondy ve světové ekonomice a projekt jejich možného zavedení v České republice” zpracoval samostatně za použití uvedené literatury a po odborných konzultacích s paní Ing. Evou Hrubošovou .

Zároveň prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

V Zlíně, dne 20. 8. 2010

.....
(podpis autora práce)

1) zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacího zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych na tomto místě poděkoval paní Ing. Evě Hrubošové za cenné připomínky, velmi podstatné rady, odbornou pomoc a vedení při zpracování mé diplomové práce.

.

Jan A N D E R

Státní suverénní fondy ve
světové ekonomice a projekt
jejich možného zavedení
v České republice

Sovereign Wealth Funds in the
Global Economy and Project of
their Possible Implementation in
the Czech Republic

ABSTRAKT

V obecné rovině je cílem této mé diplomové práce poznat jeden z významných finančních subjektů na poli globální ekonomiky - Státní suverénní fondy (Sovereign Wealth Funds – SWF). Popsat jejich vznik, fungování a jejich investiční strategie, měnící se od nákupčích státních dluhopisů po dravce jdoucí po cenných aktivech jednotlivých států. Analyzovat jejich záměry a cíle v souvislosti s investicemi do těchto strategických podniků národních ekonomik.

V rámci řešeného projektu se práce bude zabývat možností zřízení a implementací obdobného subjektu do finanční soustavy České republiky jak z pohledu legislativního, tak z pohledu jeho vlivu na národní hospodářství. A hlavně obhájit hypotézu, že SWF (nebo jemu podobný institut) napomáhá v „rozmnožování“ státního bohatství, ozdravění veřejných financí a zajištění udržitelného růstu bohatství.

KLÍČOVÁ SLOVA

*Státní suverénní fond
Mezigenerační výnosy
Udržitelný růst bohatství
Neobnovitelné zdroje
Nezávislé penzijní fondy
Mezinárodní finanční trh
Státem vlastněné a řízené společnosti
Státní politika a regulace
Fond národního majetku
Devizové rezervy
Důchodová reforma*

ABSTRACT

Generally, the goal of my thesis is getting to know with one of the major financial actors in the global economy – the Sovereign Wealth Funds (SWF). To describe their creation, operation, investment strategies and transformation from the buyers of government bonds after the predators are going after valuable national assets. Analyze their intentions and objectives in connection with these strategic investments in companies of national economies.

The solved project of the work will examine the possibility of setting up and implementing the analogous subject into the financial system in the Czech Republic both in terms of legislative and terms of its impact on the national economy. Above all, try to defend the hypothesis that the SWF (or similar institute) assists in the "reproduction" of state assets, restructuring of the public finances and at the same time bringing sustainable growth of wealth.

KEY WORDS

Sovereign Wealth Fund
Intergenerational Transfers
Sustainable Growth of Wealth
Nonrenewable Resources
Sovereign Pension Funds
International Financial Market
Government Linked Company
Government Policy and Regulation
National Property Fund
Foreign Exchange Reserves
Pension Reform

Obsah:

1	Úvod.....	11
1.1	Literární rešerše	12
2	Teoretická část	14
2.1	Definice Státních suverénních fondů (SWF).....	14
2.2	Vznik, vývoj a funkce SWF	16
2.3	Typy SWF podle zdrojů akumulace kapitálu.....	18
2.4	Typy SWF podle účelu investování	18
2.5	Postavení SWF v rámci globálního investorského portfolia	20
2.6	Investiční strategie.....	20
2.7	Investiční trendy	23
3	Praktická část.....	24
3.1	Cíl práce a metodika.....	25
3.2	Analýza objemu aktiv SWF.....	26
3.3	Analýza transparentnosti SWF	28
3.4	Analýza institucionálního rámce fondů	31
3.5	Analýza vývoje aktiv SWF v období 2008-2009.....	32
3.6	Makroekonomický vliv SWF a potenciální hrozby.....	35
3.7	Analýza vlivu fondů na zvyšování státního bohatství.....	39
3.8	Podrobná analýza fondu Government Pension Fond (GPF)	41
4	Projekt.....	48
4.1	Ekonomická recese – dobrá příležitost pro zavádění změn	49
4.2	Formulace hypotézy – zavedení SWF v České republice	50
4.3	Příjmy fondu - privatizace v Československu a v České republice	54
4.4	Příjmy fondu – devizové rezervy ČNB	58
4.5	Příjmy fondu – Government Linked Company (státní podniky).....	60
4.6	Model financování SWF a jeho přínos k růstu bohatství.....	66
4.7	SWF a důchodová reforma.....	71
5	Závěr a doporučení	73
6	Seznam literatury a zdrojů	76
7	Seznam grafů a tabulek.....	78
8	Přílohy.....	80

1 Úvod

Suverénní fondy, státní investiční fondy (Sovereign Wealth Funds - SWF) se stávají stále důležitější součástí mezinárodního měnového a finančního systému, přitahují stále více a více pozornosti. Státní investiční fondy jsou vládou vlastněné investiční fondy, zřízené za různými makroekonomickými účely. Běžně jsou financovány prostřednictvím převodu devizových aktiv, které jsou dlouhodobě investovány především v cizině. SWF nejsou nový fenomén a některé fondy jako například fondy z Kuvajtu, Abu Dhabi a Singapuru existují již desítky let.

Nicméně, vysoké ceny ropy, finanční globalizace a trvalá globální nerovnováha vedou k rychlé akumulaci zahraničních aktiv zejména státy vyvážející ropu a některými asijskými zeměmi. Výsledkem je, že počet a velikost SWF rychle roste a na mezinárodních kapitálových trzích se stále více prosazují.

Zřízení státních investičních fondů ve svých domovských zemích nabízí různé hospodářské a finanční výhody. Jako příklad je v literatuře uváděno například snadnější ukládání a mezigenerační přenos výnosů z neobnovitelných zdrojů. Současně řízením exportních cen vyvážených komodit pomáhají podporovat resp. tlumit ekonomické cykly. Rovněž umožňují větší diverzifikaci investičního portfolia více než je tomu v případě centrální banky, která prostřednictvím řízení svých rezervních aktiv potenciálně snižuje (nebo odstraňuje) náklady obětované příležitosti při jejich držení. SWF se zaměřují především na investiční návratnost. Hospodárnost, větší diverzifikace a obezřetnost při spravování velkého množství zahraničních aktiv odpovídá vysoké zodpovědnosti při správě majetku. Z hlediska mezinárodních finančních trhů, mohou státní investiční fondy dosáhnout snadněji efektivnější alokaci příjmů z komoditních přebytků v různých zemích a zároveň zvýšit likviditu trhu i v časech světové finanční krize.

Vzrůstající vliv státních investičních fondů však také vyvolává řadu otázek. Odborní a nezávislí komentátoři vyjádřili obavy týkající se jejich transparentnosti. Kladou si otázky týkající se zejména jejich velikosti a jejich investičních strategií.

Například: „Mohou být investice SWF ovlivněny politickými cíli?“ Jak například uvádí ve svém článku Jouko RAUTAVA (*Státní suverénní fondy vyvolaly politické vášně*, Jouko Rautava, 14.4.2008)¹. Komentáře také upozorňují na problém rostoucí role vlád na mezinárodních trzích a ve vybraných průmyslových odvětvích. Existují také obavy z toho, jaký vliv na politické dění mají SWF v domácí zemi a jak by mohly jejich investice ovlivnit politiku v zájmové země s ne zcela rozvinutým trhem. Již dnes některé SWF vyjadřují své znepokojení se zaváděním ochranných opatření týkající se jejich investic v některých zemích a argumentují zbržděním pohybu mezinárodního kapitálu.

1.1 Literární rešerše

V česky psané odborné literatuře mnoho zmínek o SWF nenajdeme. O státních suverénních fondech se ve velmi obecné rovině ve své zprávě zmiňují členové bankovní rady ČNB Vladimír Tomšík a Eva Zamrazilová (*Více regulace? Ne. Ani pro suverénní fondy*, HN 2009). Jedním z dalších z ekonomických odborníků, který činnost SWF zaznamenává je Aleš Michl (HN, 2007) z Raiffeisenbank. Ve své stati poznamenává: „Dříve tyto fondy spíše kupovaly státní dluhopisy. K všestranné spokojenosti politiků světových velmocí, kteří tak měli silného zájemce o financování rozpočtových deficitů. Nyní se vše zamotává s tím, jak se postupně mění v dravce, tvrdě jdoucí za podíly v nejrenomovanějších firmách světa.“ Nenalezl jsem však žádnou zmínku o tom, SWF mohou v rámci státních financí působit pozitivně, zejména s ohledem na tlumení ekonomických cyklů a jako nástroj tlumení populistických slibů politiků.

Za důvod „nevalného zájmu“ české odborné veřejnosti považuji již samu definici SWF, resp. její interpretaci. „Fond je zřizován z výnosů těžby nerostných zdrojů nebo z přebytku devizových rezerv platební bilance daného státu.“ Na první pohled se tedy zdá, že by se zřízení SWF v České republice nebylo logické (nemáme ani ropu, ani jiné neobnovitelné komodity, které bychom mohli vyvážet). Ale jak si ukážeme v další části práce, já si osobně myslím, že důvody k zavedení obdobného finančního instrumentu tady jsou.

¹ RAUTAVA, J., Sovereign wealth funds arouse political passions, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Expert view, 14.04.2008.

Na základě studia dostupné české odborné literatury mohu konstatovat, že otázku zřízení tohoto finančního nástroje v České republice jsem doposud nikde nezaznamenal. Nikde jsem nenalezl konkrétní úvahy o jejich možném zřízení, využití a možném pozitivním dopadu. Teprve v současné době, v souvislosti s úvahami o důchodové reformě, byla zahájena diskuse o způsobech investování, taky aby byla maximálně eliminována rizika s takovými to investicemi spojená. Avšak, i v tomto případě se diskutuje pouze o různých formách penzijních fondů. Viz dále.

Naopak v zahraničí diskuse o fenoménu SWF velmi intenzivně probíhá a je mu věnováno velké množství zpráv. Důvod je nasnadě. SWF jsou stále častěji považovány za jednoho z významných hráčů na celosvětovém finančním a kapitálovém trhu. Studie a analýzy jsou vypracovávány takovými institucemi jako je např. Mezinárodní měnový fond (IMF), OECD, bankou Morgan Stanley, specializovanými institucemi jako SWF Institute sídlící v Las Vegas, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM) patřící pod univerzitu v Turíně nebo think tanky the Council on Foreign Relations (CFR), Peterson Institute a nebo přímo univerzitami (University of Washington, University of Michigan, University of Oxford a další.) Fungováním SWF se intenzivně zabývají mnohé centrální banky (nejenom ty, které fondy řídí - Norsko, ale i např. centrální banka Finska, která analyzuje možný politický vliv fondů z Ruska a Číny, centrální banka Španělska nebo FED of Chicago).

Z pohledu hodnocení vlivu na „veřejné blaho“ já osobně považuji za klíčovou studii Univerzity v Chicagu z roku 2008 autorů J. Blackburna, B. DelVecchia, I. Foxe, C. Gatenia, O. Khayuma a D. Wolfsona: „Slouží suverénní fondy nejlépe jak mohou svým občanům?“ (Do Sovereign Wealth Funds best serves the Interests of their Respective Citizens?).

2 Teoretická část

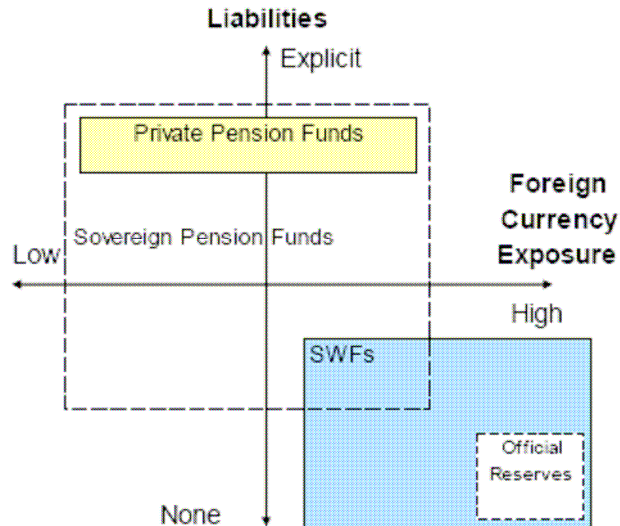
2.1 Definice Státních suverénních fondů (SWF)

Uvádím jednu z definic: Co to je SWF? podle pana Claye Loweryho² – experta společnosti Morgan Stanley: „Státní suverénní fond je vládní investiční nástroj, který je financován zhodnocováním zahraničních aktiv a který tato aktiva spravuje odděleně od oficiálních státních rezerv “. SWF musí mít pět základních znaků:

- Svrchovanost resp. nezávislost (*smyslem je, aby fond nepodléhal politickým vlivům, status např. jako centrální banka; pozn. autor*)
- Vysoká expozice v cizí měně
- Žádné explicitní závazky
- Tolerance vysoce rizikového chování
- Dlouhodobý investiční horizont

Graf 1: Vysoká expozice v zahraniční měně a žádné závazky

High Foreign Currency Exposures and No Liabilities



Source: Morgan Stanley Research

Zdroj: Výzkum Morgan Stanley, 2007

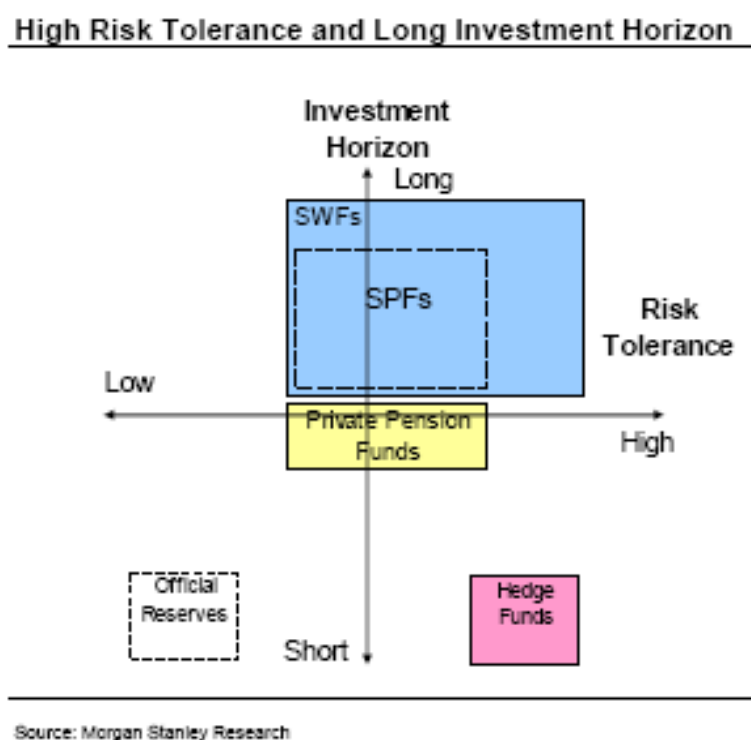
² MORGAN STANLEY RESEARCH GLOBAL, Morgan Stanley & Co. International, plc..
October 25, 2007

Graf č. 1 má dvě osy: úroveň expozice v cizí měně (Foreign Currency Exposure) a explicitní povahu jakýchkoli závazků (Explicit Liabilities) spojených s fondem.

Vládní devizové rezervy (Official Reserves) jsou podle definice ze 100% v zahraničních měnách. Nemají žádné výslovně přímé závazky, i když nepřímo jsou v první řadě financovány z domácích vládních dluhopisů, které jsou použity k financování devizových zásahů. SWF nemusí mít nutně 100% expozici v zahraniční měně, ale tato expozice by měla být především v cizí měně. Například Singapurský Temasek Holdings, Malajský Khazanah Nasional BHD a Kanadský Fond des generace (Quebec), nemají 100% aktiv v cizí měně.

Druhým parametrem jsou závazky. Nezávislé penzijní fondy (Sovereign Pension Funds – SPFs) mívají explicitní nebo předpokládané důchodové závazky, zatímco státní investiční fondy je nemají. Samozřejmě dochází zde k určitému překrývání mezi státní investiční fondy a SPFs. Nejlepším příkladem je Singapur je GIC. Dalším příkladem být mohl Norský GPF.

Graf 2: Tolerance vysokého investičního rizika a dlouhodobý investiční horizont



Zdroj: Výzkum Morgan Stanley, 2007

Vládní devizové rezervy, vzhledem k jejich potřebě mít zajištěnu likviditu a bezpečnost, mají velmi krátký investiční horizont a nízkou toleranci k

úvěrovému riziku. Toto je důvod, proč většina státních rezerv denominovaných v dluhopisech je umístěna na velkých a likvidních trzích.

Oba dva typy fondů, jak SWF tak SPF mívají delší investiční horizont, který může být dlouhý i desetiletí. Státní investiční fondy mohou mít vyšší toleranci k riziku než SPF.

Jiná definice státních suverénních fondů podle expertů z finančního centra z Londýna je: „SWF jsou definovány jako investiční fondy určené ke zvláštním účelům, které jsou obecně vlastněny vládami. Jsou zřizovány především z makroekonomických důvodů. Státní investiční fondy drží, řídí a spravují majetek za účelem dosažení finančních cílů. Jejich investiční strategie zahrnují investice do zahraničních finančních aktiv. Tato aktiva jsou obvykle držena mimo přebytky platební bilance, oficiální finanční operace v cizí měně, výnosy z privatizace, fiskální přebytky a nebo příjmy z vývozu komodit.“

2.2 Vznik, vývoj a funkce SWF

Prvním suverénním fondem, tak jak jej známe dnes, byl Kuwait Investment Board, který v roce 1953 v Londýně založil šejk Abdullah Al-Salem Al-Sabah, aby mohl investovat přebytky příjmů z vývozu ropy. Avšak vzhledem k tomu, že až do roku 1961 byl Kuvajt britskou kolonií, byl první skutečný nezávislý státní fond zřízen v roce 1956 státem Kiribati, malým ostrovem v Pacifiku. Fond sloužil k optimalizaci výnosů z těžby fosfátů (guano). Tehdy, stejně jako dnes, je tento fond nazýván Rezervní fond vyrovnávající příjmy (Revenue Equalization Reserve Fund). Dnes spravovaný majetek fondu Kiribati (dnes 400 milionů dolarů) je téměř šestkrát větší než HDP této země v roce 2008 (odhad CIA World Factbook - 71 milionů USD).

Dalším mezníkem ve vývoji suverénních fondů byl rok 1974, kdy v Singapuru zřídilo tamní ministerstvo hospodářství fond Temasek Holdings. Bylo to také v době, kdy kuvajtská a libyjská vláda prostřednictvím důvěrných obchodů rodinných příslušníků uskutečnila nákup minoritních podílů v německých společnostech Daimler a Krupp. Tyto kapitálové investice, které byly v té době v Německu velmi kontroverzní, byly později převedeny na kuvajtské a libyjské státní investiční fondy. Dva roky po těchto nákupech byl ke správě rychle se hromadících přebytků příjmů z vývozu ropy zřízen fond Abu Dhabi Investment Authority ve Spojených Arabských Emirátech.

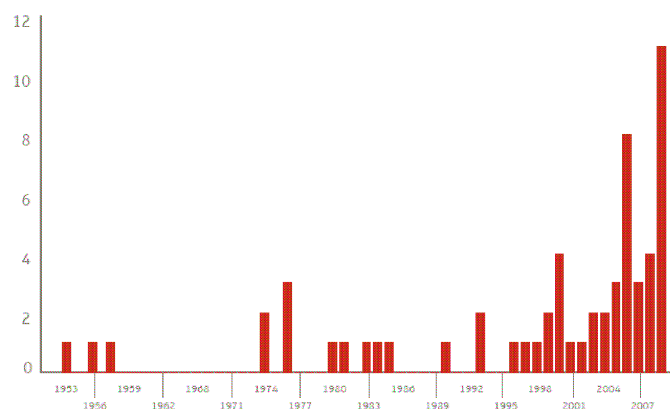
Singapur byl první zemí, která během roku 1980 vytvořila SWF a v roce 1981 byla vládou založena za účelem zajištění dlouhodobého zvyšování návratnosti investic Singapurská Investiční společnost (Singapore Investment Corporation). SIC byla původně soukromou společností.

K nejvýznamnější události týkající se státních investičních fondů došlo v roce 1987. Tehdy Kuwait Investment Authority (KIA) získala během neúspěšné privatizace 21,7% podíl v British Petroleum. Britská vláda trvala na tom, že KIA musí v následujícím roce snížit svůj podíl na 9,9%. To fond, byť velmi neochotně, ale za velmi výhodných podmínek učinil.

Dalším důležitým mezníkem vzniku SWF byl rok 1990, kdy zřídila norská vláda za účelem správy stále rostoucích výnosů z vývozu ropy ze Severního moře fond původně nazývaný Ropný fond. V roce 2006 byl fond přejmenován Globální penzijní fond (Pension Fund-Global) jenž se stal součástí širší reformy norského důchodového systému. Přes svůj název fond nemá žádné explicitní penzijní závazky. Místo toho jsou norské státní důchody vypláceny sesterským fondem FSM (Norský Penzijní fond), který byl dříve znám jako Národní pojišťovací fond.

Aby SWF byly akceptovány jako řádný institucionální investor a významný účastník mezinárodních měnových trhů, byla Mezinárodním měnovým a finančním výborem (IMFC – Výbor rady guvernérů IMF) z důvodu formalizace, koordinace a usnadnění vztahů a stanovení tzv. best practices vytvořena mezinárodní pracovní skupina složená ze zástupců fondů, která v roce 2008 na svém zasedání v Santiagu de Chile přijala dokument - základní pravidla fungování pod názvem „**Santiago Principles**“.

Graf 3: Historie vzniku SWF (počet fondů v letech)



Zdroj: Oxford SWF Project and Money Supply, Financial Times

Mnoho nových fondů bylo založeno v druhé polovině roku 2008 a v roce 2009. Mezi tyto fondy patří například francouzský strategický investiční fond. Ten byl založen s objemem finančních prostředků ve výši přibližně 26 miliard USD s cílem pomoci stabilizovat francouzské firmy a financovat inovační projekty. Brazilský fond byl založen v roce 2009 na obranu proti budoucím finančním krizím a zároveň, aby dopomohl brazilským firmám ke zvýšení obchodu a k zahraniční expanzi. Mezi další země, které založily nebo nové SWF plánují zřídit patří například Angola, Bolívie, Kanada, Indie, Japonsko, Nigérie, Tchaj-wan a Thajsko.

2.3 Typy SWF podle zdrojů akumulace kapitálu

Podle původu akumulace bohatství se v současnosti rozlišují dva typy SWF, a to:

- *komoditní*: devizové zdroje z velkých vývozů ropy a jiných neobnovitelných zdrojů (např. Norsko, Rusko, Střední východ)
- *nekomoditní*: devizové rezervy z důvodu velkého přebytku běžného účtu obchodní bilance a kurzové politiky (např. Čína, Singapur)

FEEM institut dále uvádí jako třetí zdroj příjmu (zdroje pro akumulaci kapitálu do SWF) přebytky z tzv. obnovitelných zdrojů, a to ze státem vlastněných resp. ovládaných společností a holdingů (Government Linked Companies – GLC). Jde především o zisky, dividendy apod.. Typickým představitelem takového typu fondu je Singapurský fond Temasek. Tyto poslední dva zdroje, zejména zdroje z GLC považují za právě ty klíčové zdroje, o kterých bude dále hovořeno v souvislosti s projektem implementace SWF do finanční soustavy ČR.

2.4 Typy SWF podle účelu investování

Fondy se dále člení podle toho, kdo fond vlastní, k jakému účelu byl zřízen, kdo ho spravuje a podle délky investičního horizontu. Nejčastěji uváděné členění je uvedeno v následující tabulce:

Tabulka č. 1: Základní charakteristiky typů fondů podle ISWF

	Sovereign Wealth Funds	State Owned Enterprises	Public Pension Funds
Asset Ownership	Government	Primarily Government	Pension Members
Primary Purpose	Varies	Varies	Fund Defined Benefit Obligations
Funding Source	Commodity / Non-Commodity	Government / Corporate Earnings	Pension Contributions
Government Control	Total	Significant	Insignificant
Disclosure	Varies	Varies	Transparent
Investor Class Growth	High	Steady	Steady
Examples	Abu Dhabi Investment Authority	Chinalco	CalPERS
	China Investment Corporation	Banco da Amazônia	CalSTRS
	Korea Investment Corporation	Rosneft OJSC	NYSTRS
	Kuwait Investment Authority	(EDF) Electricite de France SA	Teacher Retirement System of Texas

Zdroj: Institut Sovereign Wealth Fund

Z uvedené tabulky je patrný další nový trend, tzv. „Suverénní podnik“ (Sovereign Wealth Enterprise - SWE). Jedná se o investiční subjekt, které je vlastněn a kontrolován prostřednictvím SWF. Vlastnictví a řízení SWE umožňují podle SWF Institutu státním investičním fondům větší flexibilitu. Těmito investičními „nástroji“ se však tato práce dále zabývat nebude.

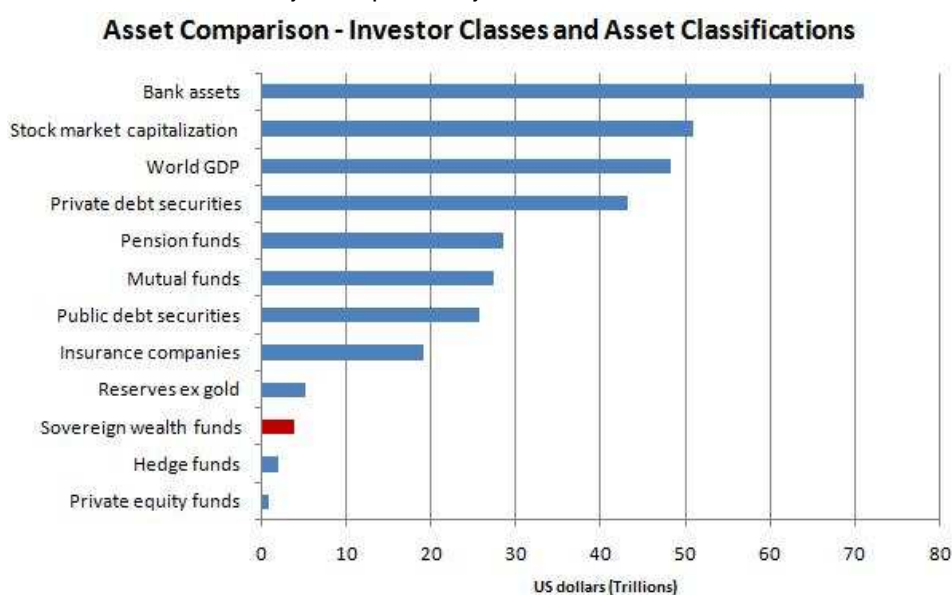
Za podstatné dělení fondů považuji dělení fondů na tzv. nepenzijní a penzijní. Tzn. práce se zajímá o to, zda výnosy fondu plynou do důchodového systému daného státu či nikoliv. Nicméně je zajímavé, že jsem v odborné literatuře nenalezl exaktní definici rozdílu mezi těmito typy fondu. Např. Edwin M. Truman (2008) z Peterson Institute se touto otázkou také zabývá: „Někteří tvrdí, že vládou vlastněné nebo vládou řízené penzijní fondy (Public Pension Reserve Funds - PPRF) nejsou státní investiční fondy. Někteří spatřují rozdíl i mezi samotnými penzijními fondy, které z větší části investují své přebytky prostřednictvím stávajícího penzijního účtu (Social Security Reserve Fund - SSRF). Tyto fondy, které jsou financovány hlavně z vládních fiskálních transferů (Blundell-Wignall, Hu, a Yermo, 2008). Takto například označují tyto autoři například norský vládní fond Pension Fond-Global vzhledem k tomu, že běžné transfery fondu nesouvisí s důchodovým systémem Norska /*. SWF není penzijním fondem jen proto, že slovo penze penzijní je v jeho názvu. IMF ve své zprávě (2008) navrhuje zahrnout PPRF a vyloučit SSRF z definice státních investičních fondů.“ V Příloze č. 1 – členění fondů podle Peterson Institute.

/* Tuto skutečnost ostatně uvádí i samotné ministerstvo financí Norska. – Pozn. autora

2.5 Postavení SWF v rámci globálního investorského portfolia

Celková současná aktiva SWF jsou odhadována mezi 2.000 – 3.000 miliardami USD. Přičteme-li oficiální devizové rezervy, objem těchto finančních zdrojů se pohybuje ve výši 5.600 miliard USD. Nicméně do roku 2015 je odborníky odhadován nárůst objemu konsolidovaných zdrojů SWF v rozmezí mezi 12-15.000 miliardami USD. Avšak předpokladem tohoto odhadu je, že mnohé proexportně orientované asijské země jež mají nakumulované velké devizové rezervy se je rozhodnou investovat prostřednictvím nástrojů, které budou zajišťovat vyšší výnosy, jako např. prostřednictvím SWF.

Graf 4: Srovnání finančních subjektů - podle objemu aktiv



Zdroj: International Financial Service London, Srpen 2008

V současné době, dle grafu č. 4, patří SWF 10. příčka ve srovnání objemu aktiv v rámci finančního portfolia. Za nejpodstatnější považují nejenom trend nárůstu aktiv absolutně, ale i změnu poměrových ukazatelů k jednotlivým entitám portfolia (např. poměr k celosvětovému HDP/World GDP).

2.6 Investiční strategie

SWF investují s cílem v dlouhodobém horizontu zvýšit hodnotu národních rezerv. Výzkum FEEM identifikoval tři faktory, které ovlivňují investiční strategii fondů jsou to:

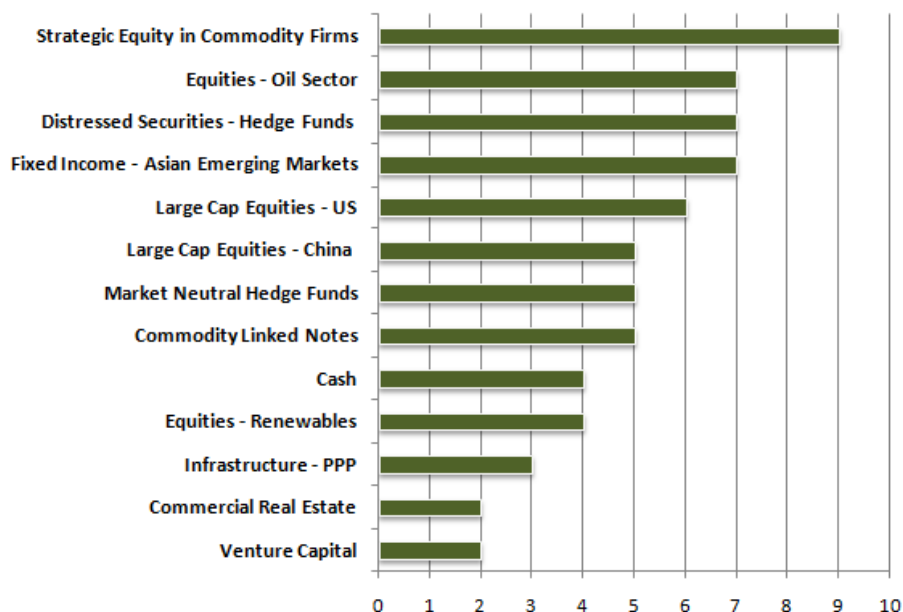
- (i) zdroje finančních prostředků,
- (ii) cíle a mandát,

(iii) styl investice.

Institut Státních investičních fondů (Sovereign Wealth Fund Institute – SWFI) zavedl na základě svého výzkumu pro hodnocení investiční strategie hodnotící metriku, tzv. **Consensus Demand Meter** (CDM). CDM je moderní ukazatel, který sleduje budoucí poptávku fondů na příští tři kvartály roku od daného data sledování (kvartální klouzavý průměr). Skóre 10 značí, že tato oblast je pro většinu nebo velkou část SWF atraktivní. Skóre 1, znamená, že se v této oblasti fondy pokusí s největší pravděpodobností svoji expozici snížit.

Graf č. 5 pomocí CDM ukazuje pro 4. kvartál 2009 (konec prosince 2009) jaká bude poptávka fondů v následujících v následujícím období. Jak bude investiční strategie vypadat podle odvětví a finanční kategorie.

Graf 5: Ukazatel investiční preferovanosti odvětví a oborů – prosinec 2009

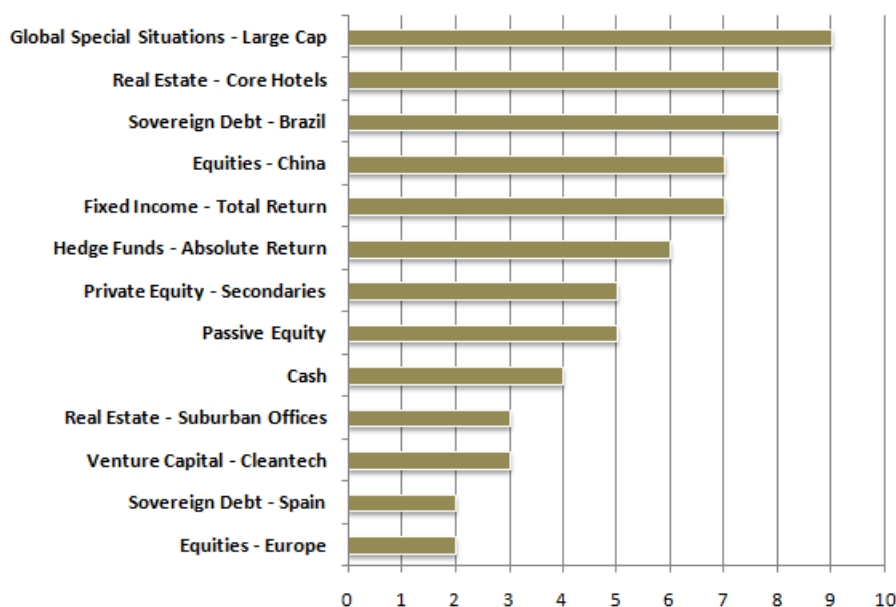


Zdroj: Institut Sovereign Wealth Fund

Chováním fondů v období hospodářské recese se budu zabývat v další analytické části práce, ale pro zajímavost již zde pro srovnání uvádím aktuální CDM vydané SWFI. Index CDM ukazuje na změnu investiční strategie a chování fondů pravděpodobně v souvislosti s vývojem celosvětové ekonomické situace. Za pozornost stojí zejména značná preference tvorby finanční rezervy (large cap), investice do relativně bezpečných komodit typu (státní dluh Brazílie) a tvorba hotovosti (cash). Dle mého soudu jedná o velmi konzervativní investiční strategii z důvodu vysoké míry nejistoty a rizika na světových kapitálových a finančních trzích. Ve srovnání s předchozím obdobím je

zajímavé sledovat zvyšující se zájem o kapitálové i dluhopisové (Španělsko) investice v Evropě (podobný trend byl zaznamenán cca 2 roky zpět v USA).

Graf 6: Ukazatel investiční preferovanosti odvětví a oborů – červen 2010



Zdroj: Institut Sovereign Wealth Fund

Jako druhý pohled na investiční strategii uvádím investiční směrnici pro investování norského Government Pension Fund (GPF) vydanou norským ministerstvem financí v roce 2007:

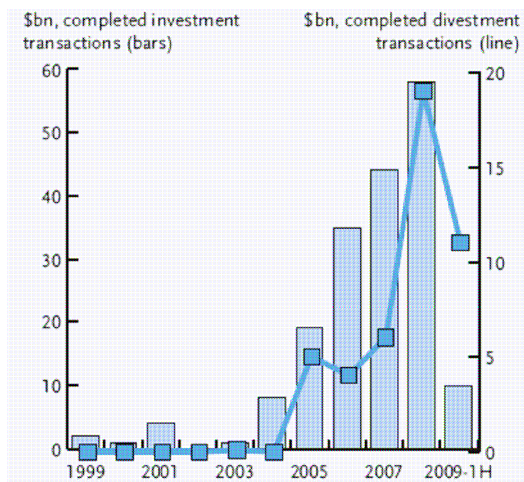
- Investiční strategií je dosažení vysokých finančních výnosů při „mírném“ investičním riziku.
- Fond investuje pouze v zahraničí do finančních nástrojů. Tento fond je finančním investorem s diverzifikovaným portfoliem nestrategických podílů v široké škále společností.
- Finanční výsledky fondu jsou primárně hodnoceny v souvislosti mezinárodních měnových podmínek, aby bylo možné odhadnout vývoj mezinárodní kupní síly fondu.
- Akcie představují 60% strategického referenčního portfolia fondu; toto se sestává z akcií, které jsou kótovány na burzách v Evropě (50%), Americe/Africe (35%) a Asie/Oceánie (15%).
- Nástroje s pevným výnosem představují 40% strategického referenčního portfolia; sestávají se z pevně úročených nástrojů vydaných v měnách z Evropy (60%), Ameriky/Afrika (35%) a Asie/Oceánie (5%).

2.7 Investiční trendy

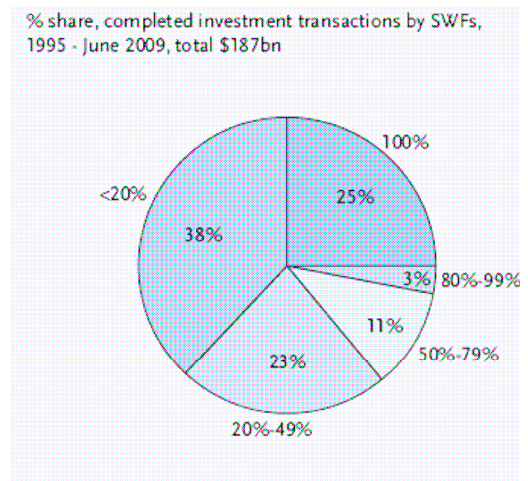
V počátečním období (60.-80. léta minulého století) fondy primárně své aktivity a investice soustředily do domácí ekonomiky a jednalo se především o pasivní investiční činnost „nakup a drž“. Jak ale ukazuje další studie IFSL chování SWF v polovině devadesátých let se začíná výrazně měnit. Stávají se z nich „dravci“.

Zvyšující se investiční činnost (přeshraniční) SWF je patrná od roku 2003. Během tohoto období lze také pozorovat postupný přechod od pasivní k aktivní investiční strategii. Tato strategie znamená převzetí aktivní kontroly nad společnostmi při přeshraničních fúzích a akvizicích nebo získání menšinových podílů. Tyto investice dosáhly mezi lety 1995 a červnem 2009 (graf č. 7) 187 miliard USD. SWF získaly minoritní podíly (do 50%) v téměř dvou třetinách těchto akvizic (graf č. 8).

Graf 7: Objem uskutečněných přeshraničních transakcí v mld. USD



Graf 8: Investice podle akciového podílu



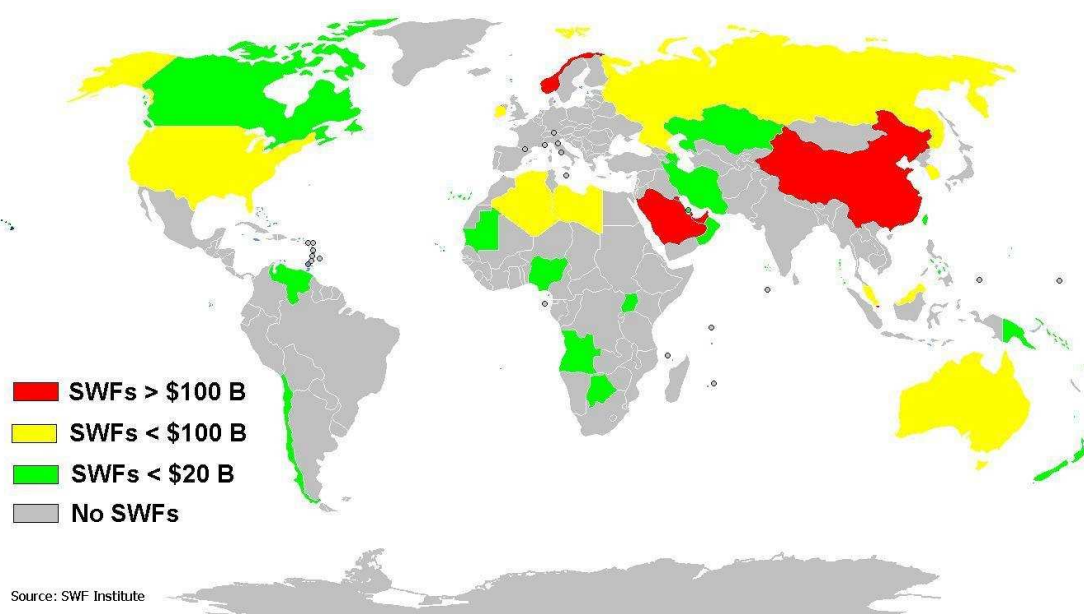
Zdroj: Deutsche Bank Research

3 Praktická část

Jak již bylo řečeno SWF vznikají především tam, kde státy disponují nerostným bohatstvím nebo mají přebytky své platební bilance. Na následujícím schématickém obrázku (graf č. 9) i v grafu č. 10 je rozložení SWF názorně zaznamenáno. Zaznamenání hodným faktem je, že domicilem SWF s výjimkou Norska (z pohledu aktiv ještě zcela zanedbatelné fondy má Irsko a Francie) není tak rozvinutý region jako Evropa. Pozoruhodné je, že i země s tak rozvinutým finančním a kapitálovým trhem jako je Velká Británie svůj vlastní fond nemá.

Tato skutečnost nutí k úvaze proč tomu tak je. Důvodů může být několik. Od těch standardních (Evropa nemá nerostné bohatství), přes ekonomické (Evropa nemá až na výjimky přebytky platební bilance) až po ty politické. Politici v Evropě se fenoménem SWF příliš nezabývají, nevěří v jejich účinné fungování nebo preferují jiné finanční nástroje viz. již zmiňovaná zpráva OECD o státních penzijních fondech PPRF (Blundell-Wignall, Hu, a Yermo, 2008). Podle tohoto materiálu tyto státní penzijní fondy nejsou za SWF považovány (tyto fondy jsou financovány pouze státními transfery z rozpočtu a nevyvíjí žádnou investiční aktivitu). Z tohoto pohledu je také opomíjena další funkce SWF - finančního stabilizátoru v dobách ekonomické recese a eliminátoru vlivu krátkodobých politických cílů.

Graf 9: Velikost a koncentrace SWF ve světě



Zdroj: Sovereign Wealth Fund Institute

3.1 Cíl práce a metodika

Práce si klade za cíl nejenom popsat a zhodnotit co to SWF jsou, ale v analytické části se zaměřuje na další „měření“ fondů. Tato metrika resp. struktura analýzy vychází z existující literatury.

- (i) podle objemu spravovaných aktiv vč. členění zdrojů (funding),
- (ii) jejich investičních aktivit a trendů (investiční portfolio, míra rizika, index CDM),
- (iii) měření transparentnosti (PI, LMIT),
- (iv) měření vlastní výkonnosti (metody benchmarking, TSR)
- (v) měření jejich přínosu na zvyšování státního bohatství (4-faktorová analýza).

Z pohledu řešeného projektu je důležité poznat, zda-li by bylo možné obdobný fond zavést v ČR (jeho externí status), ale i jak by se měl fond chovat resp. definovat jeho účel, aby zajistil očekávanou přidanou hodnotu (interní status). Tuto část „měření“ resp. hodnocení SWF (jak fond slouží zájmům svých občanů a jak „rozmnožuje“ státní bohatství) považuji za nejdůležitější.

Cílem českého fondu nebude klást si ambice být globálním hráčem, tzn. podílet se na strategických investicích, při kterých by mělo docházet k ovládnutí vybrané společnosti. Z pohledu metodiky bude fond co se týče objemu spravovaných aktiv rozhodně patřit mezi ty menší (30 mld. USD).

Má-li být fond respektovaným hráčem na trhu, musí bezpodmínečně splňovat dané standardy corporate governance a transparentnosti a v sledovaných žebříčcích dosahovat nevyšších parametrů.

Nicméně, má-li být fond byl úspěšný investor a mít vysokou výkonnost, měl by se řídit obdobnou investiční strategií jako vybrané fondy.

Zaměříme-li účel fungování fondu primárně na plnění role v důchodové reformě, měření „přínosu k blahobytu“ 4-faktorovou metodikou bych v tomto okamžiku nepovažoval za nejdůležitější.

V těchto souvislostech proto za vhodný model doporučuji „napodobit“ způsob fungování norského fondu GPF a singapurského fondu Temasek. A právě na příkladu GPF se pokusím dokázat hypotézu: „že je pro stát výhodné mít

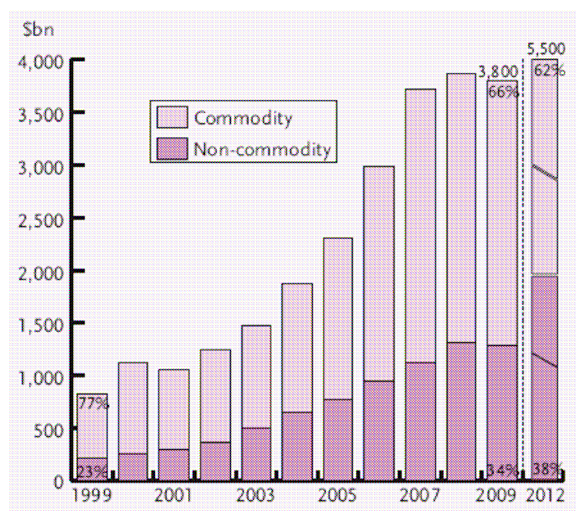
dlouhodobý investiční nástroj investování přebytků. Ale zároveň, že tento typ investování veřejných prostředků, nejenom že eliminuje výkyvy celosvětové ekonomiky, ale, a to především, eliminuje krátkodobé výkyvy lokální ekonomické situace a co je neméně podstatně, že eliminuje také politické zásahy v souvislosti s volebním cyklem (4-5 let) a zároveň podporují zdravou fiskální politiku.“

V rámci diskuse týkající se hypotézy zavedení obdobného fondu do českého finančního prostředí budu vycházet především z vlastních praktických zkušeností, rád bych zhodnotil i takové subtilní parametry jako je politický lobbying resp. často zmiňovaná míra korupce v českém veřejném životě. V neposlední řadě je zde otázka legislativní, kterou hodlám, byť okrajově, také nepominout.

3.2 Analýza objemu aktiv SWF

Suverénními fondy se zabývá mimo jiné i specializovaná instituce International Financial Services London (IFSL) a ta ve své zprávě z května 2010 uvádí: Financování SWF vývozem komodit (především ropy) dosáhlo koncem roku 2009 2,5 miliard USD. Nekomoditní fondy financované z převodu aktiv z oficiálních devizových rezerv a v některých případech z přebytků státního rozpočtu, důchodových rezerv a privatizačních příjmů činily celkem 1,3 miliardy USD. Z grafu č. 10 je patrný zvyšující se podíl aktiv nekomoditních fondů. Tento trend bude pravděpodobně pokračovat i v příštích letech.

Graf 10: Vývoj a odhad objemu aktiv SWF vč. poměru komoditní a nekomoditní



Zdroj: International Financial Services London research, květen 2010

V příložené tabulce č. 2. je uvedeno jakými absolutními finančními objemy jednotlivé země, kde SWF fungují, disponují. S výjimkou Číny, která své fondy financuje ze svých devizových přebytků, ostatními podstatnými hráči jsou země vyvázející nerostné bohatství. Předpokládám však, že díky naznačeným trendům (zvyšování podílů fondů financovaných z nekomoditních zdrojů), bude zajímavé sledovat vývoj v delším časovém období.

Předpokládám také, že vzhledem k negativním zkušenostem státu ze současné ekonomické recese a aktuálně prezentovaným vysokým schodkům veřejných financí bude v dohledné době zahájena diskuse (doufám, že i v Evropě) o tvorbě a podobě jakéhosi státního finančního „bufferu“. Tímto poštářem by mohl být právě státní investiční fond. Tuto moderní strategii prostřednictvím svých dvou fondů s využitím zdrojů ze státu vlastněných a řízených společností evidentně praktikují již v Singapuru.

Tabulka č. 2: Objem aktiv SWF podle zemí a regionů

<i>By country</i>	\$bn	% share
China	928	24
United Arab Emirates	677	18
Norway	445	12
Saudi Arabia	436	11
Singapore	370	10
Kuwait	203	5
Russia	168	4
Others	573	15
<i>By region</i>		
Middle East	1,620	43
Asia	1,350	36
Europe	670	18
Americas	90	2
Other	70	2
Total	3,800	

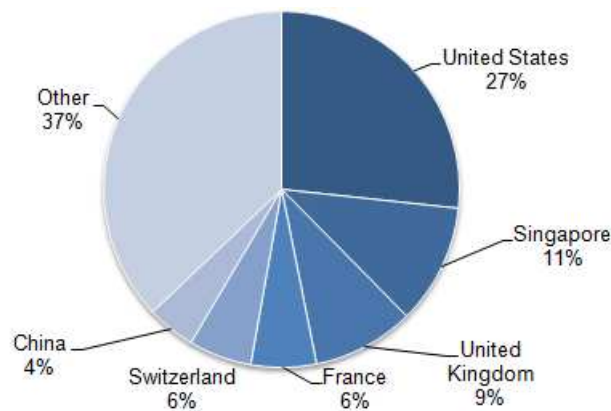
Zdroj: Sovereign Wealth Fund Institute

Žebříček SWF podle hodnoty spravovaných aktiv - Příloha č.2.

Dalším důležitým parametrem, který z analýz vyplývá, je alokace investičních aktivit SWF. Při posuzování dat uvedeného grafu č. 11 docházím k závěru, že investiční aktivity fondů jdou do míst s vysokou koncentrací nových technologií a služeb s vysokou přidanou hodnotou. Jistě by bylo zajímavé rozklíčovat významný segment „Other“. Cestou k tomu by byla detailní analýza jednotlivých investičních „dealů“, tak jak jsou uvedeny v placené sekci SWF Institute. Nicméně, dovoluji si tvrdit, že by se potvrdila moje domněnka, že se opět jedná

o investice do moderních technologií a služeb s vysokou přidanou hodnotu v tomto případě individuální.

Graf 11: Investice SWF podle zemí /*



Zdroj: Sovereign Wealth Fund Institute

/* od roku 1986 do současnosti

3.3 Analýza transparentnosti SWF

Nedostatek transparentnosti mnoha SWF vyvolává otázky, zda by korupce mohla být rizikem. Zejména při absenci jasných směrnic z hlediska chování fondů a potíží při sledování jejich činnosti. Nicméně díky zvýšené průhlednosti a odpovědnosti mohou být největší obavy týkající se činnosti státní investičních fondů na mezinárodních finančních trzích do značné míry zmírněny.

Jak ve svém článku píše David Ibison (2007), když Irácká vláda hledala radu, jak investovat miliardy dolarů budoucích výnosů z ropy způsobem, který zajistí národní prosperitu a to bez „čeření geopolitického peří“, byla pouze jediná země kam se mohla obrátit: Norsko.

Nebyla sama. Vláda z Osla totiž spouští oficiální program pravidel, jak vytvořit státní suverénní fond a zároveň již spolupracuje s vládními institucemi v Kazachstánu, Východní Timoru, Bolívie, Faerských ostrovů a v několika afrických zemích.

Norsko stanovuje normy podle kterých jsou ostatní suverénní fondy posuzovány. Tyto normy poskytují měřítka pro transparentní a odpovědné řízení obrovského majetku způsobem, který nenarušuje běžné fungování trhů a zároveň generují slušné výnosy.

Díky tlaku Světové banky a Mezinárodního měnového fondu byly definovány závazné směrnice jak mají státní suverénní fondy fungovat. Tyto instituce se také inspirovaly v Norsku.

Ve své zprávě z října 2007 uvádí norské ministerstvo financí: Nedostatek transparentnosti vyvolává obavy, že maximalizace hodnoty podílů nebude jediným cílem vlád/akcionářů. Možné alternativní motivy mohou zahrnovat zvýhodněný přístup na domácí trhy, ambice k dosažení politického vlivu, získání přístupu k technologiím a know-how a poskytování podpory pro další národní společnosti. Důvodem k protekcionismu hostitelské země může být spíše riziko nebezpečí skrytých politických cílů nežli hledání nejvyšší míry zhodnocení investice. Mimo to sledování nefinančních cílů může být problematické samo o sobě. Může totiž narušit řádné fungování trhů, na kterých tyto velké státem řízené fondy investují. Zejména pokud jde o investice do odvětví, které jsou svým považovány za významné pro národní bezpečnost nebo jiné strategické zájmy. Mimo jiné stanovisko summitu G8 dne 7. června 2007 se touto otázkou také zabývá: "*... jsme nadále odhodláni k minimalizaci vnitrostátních omezení pro zahraniční investice. Případná omezení by se měla vztahovat na velmi omezené množství případů, které se týkají především národní bezpečnosti.*"

3.3.1 Index transparentnosti podle Petersonova Institutu

Otázkou transparentnosti se ve svém materiálu z dubna 2008 zabývá také Edwin M. Truman z Petersonova Institutu. Index transparentnosti je složen z 33 otázek. A je konstruován jako otázky a ty jsou seskupeny do 4 kategorií:

1. struktura fondu včetně jeho cílů, fiskálních údajů a postavení vůči stáním finančním rezervám
2. řízení fondu, včetně úlohy vlády a manažerů a zda se fond řídí pravidly firemní odpovědnosti a etického investičního chování
3. odpovědnost a transparentnost investiční strategie, investiční činnosti, výkaznictví a auditů fondu
4. chování fondu při řízení svého portfolia a využívání pákového efektu a derivátů

Přehled fondů podle Indexu transparentnosti PI je uveden v Příloze č. 3a a seznam hodnotících otázek je uveden v Příloze č. 3b.

3.3.2 Linaburg-Maduell Index transparentnosti (LMTI)

V relevantní literatuře je nejčastěji užíván tzv. index transparentnosti LMTI. Tohoto hodnocení patří do základních pravidel fungování SWF.

LMTI byl zkonstruován v Institutu státních suverénních fondů (the Sovereign Wealth Fund Institute) Carlem Linaburgem a Michaelem Maduellem.

Linaburg-Maduell Index transparentnosti je metoda hodnocení transparentnosti suverénních fondů: V podstatě by se měla týkat všech vládou vlastněných investičních subjektů. Tam, kde byly obavy z neetického chování a tam, kde docházelo k menším či větším "neprůhlednostem" nebo k netransparentnímu chování fondů je požadováno „ukázat své úmysly“. Jen pro ilustraci Norský státní fond Pension Fund-Global zaujímající druhé místo co do objemu spravovaných aktiv mezi ostatními SWF patří rovněž mezi fondy nejvyšší na transparentnosti.

Tento index je založen na deseti základních zásadách, které pro veřejnost zobrazují transparentnost státního investičního fondu. Každá zásada přidává k hodnocení jeden bod indexu transparentnosti. Tato indexace je prováděna soustavně Institutem SWF. Minimální hodnocení fondu může být 1, ale Institut SWF doporučuje minimální rating 8, aby potvrzení transparentnosti bylo dostatečné. Hodnocení transparentnost se může změnit podle toho jak SWF o sobě poskytují další informace.

Tabulka č. 3: Zásady LMIT podle Carla Linaburga a Michaela Maduella

Bod	Zásady LMIT
1	Fond poskytuje veškeré informace o svoji historii včetně zdůvodnění svého založení, původu majetku a vlastnické struktury
1	Fond poskytuje aktuální, nezávislé auditované výroční zprávy
1	Fond poskytuje údaje o vlastnických podílech v jednotlivých společnostech vč. jejich geografického umístění
1	Fond poskytuje informace o celkové tržní hodnotě svého portfolia včetně způsobu případného vypořádávání
1	Fond naplňuje dané směrnice investiční politiky v souladu s etickými normami
1	Fond poskytuje jasné informace týkající se jeho strategie a cílů
1	Fond uvádí své dceřiné společnosti a jejich kontaktní informace, pokud je má
1	Fond uvádí své externí spolupracovníky, pokud je využívá

1	Fond provozuje své vlastní webové stránky
1	Fond poskytuje veškeré informace o svém hlavním sídle včetně kontaktních údajů, jako je telefonní a faxové spojení apod.

Zdroj: SWF Institute

Žebříček fondů podle Indexu transparentnosti FMTI je uveden v Příloze č. 4

3.4 Analýza institucionálního rámce fondů

Analýza je významně podmíněna omezenou informovaností o transferech majetku ve státních investičních fondech, o správě jejich aktiv a jejich vývoji v čase. Uvádím některé názory na aktuální velikosti státních investičních fondů (Setser a Ziemba, 2007 a 2008, Truman, 2007, JP Morgan, 2008). Musíme si však uvědomit, že se jedná o nesystematický odhad jejich vývoje v čase a nikoliv o odhad pomocí konzistentní metodiky v daném čase či dané země.

Země a jejich SWF mohou být rozděleny podle dostupnosti dat a institucionálního rámce do tří skupin, jak je uvedeno v tabulce č. 4: standardní SWF s dostatečnou mírou zveřejnění svých aktivit, standardní SWF bez zveřejnění a SWF jsou integrální součástí bilance centrální banky.

Tabulka č. 4: Členění SWF podle dostupnosti informací

Table 1: Classification of SWF according to data availability		
Standard SWE		SWF embedded in central bank
Disclosure	No disclosure	
Singapore Venezuela Norway Chile	China Kazakhstan Korea Kuwait Malaysia Oman Qatar UAE	Russia Algeria Hong-Kong Saudi Arabia

Zdroj: ALBEROLA, E., SERENA, J.M., Sovereign external assets, 2008

První skupina zemí (Disclosure – Přiznání) poskytuje veškeré informace o velikosti i o transferech týkajících se jejich příslušných státních investičních fondů. Tyto informace umožňují učinit jednoznačnou prognózu vývoje SWF. U **druhé skupiny** zemí (No disclosure – Žádné přiznání) činit jakékoliv výpočty je složitější, protože jejich stupeň transparentnosti je mnohem nižší. Bez těchto údajů je odhad majetku a transferů státních investičních fondů náročnější.

Některé informace o jejich velikost a vývoji je však možné získat na základě údajů například z daňových přiznání nebo z platební bilance apod.

Třetí kategorie (SWF embedded in central bank – Fond je přiřčen resp. hospodaření fondu je přiřčeno k centrální bance) se týká zemí jako je například Saúdská Arábie a Rusko, které SWF spravují prostřednictvím účetní bilance své centrální banky. V této skupině zemí je nutné rozlišit resp. oddělit "čisté devizové rezervy" (čistá zahraniční aktiva SWF, které jsou zahrnuta do bilance centrální banky) od vládních devizových rezerv.

Dle mého soudu optimálním řešením by mělo být, aby z pohledu manažerského, ale i účetního fond byl fond nezávislý. Tzn. řídicí orgány fondu mohou být jmenovány příslušným ministerstvem financí, ale za investiční strategii by byl management zodpovědný zcela samostatně. Nicméně fond by měl být zařazen ve struktuře centrální banky, měl by ale mít své vlastní účetnictví (samostatní účetní jednotka). Výsledky by se pouze promítaly do konsolidované bilance centrální banky.

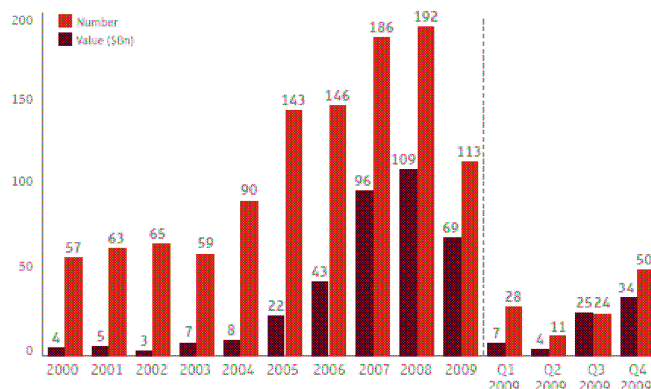
3.5 Analýza vývoje aktiv SWF v období 2008-2009

Pro objasnění fungování SWF považuji za významné také analyzovat jejich investiční aktivity z dlouhodobějšího hlediska a zhodnotit jejich chování v období ekonomické recese (2008-2009). V tomto období dochází totiž u všech subjektů finančních a kapitálových trhů k významné korekci resp. poklesu hodnoty jejich majetku. Pro tyto potřeby využívám konsolidované výroční zprávy za rok 2009 organizace Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM).

V uváděné analýze FEEM (graf č. 12) je ve sledovaném období patrný významný trend nárůstu investiční aktivity SWF. Investice se z pohledu finanční hodnoty za posledních 5 let navýšila více než desetkrát. Avšak tento trend je významně narušen v období ekonomické recese a v roce 2009 se ukazuje velký odprodej aktiv (divestice). Tyto divestice byly z velké části spojeny s obdobím reorganizace a změnou orientace, kterou mnoho SWF prodělalo v první polovině tohoto roku. Naprostá většina prodejů uskutečněná v roce 2009 proběhla v prvních dvou čtvrtletích roku, přičemž ve 2. čtvrtletí investiční aktivita SWF byla na nejnižší úrovni. Celkem se uskutečnilo 113 investic v celkové hodnotě 68.8 miliardy USD. Během tohoto období se fondy snažily o

vyvážení svého portfolia finančních prostředků, vzniklé příliš velkou expozicí finančního kapitálu v důsledku záchrany bankovních systémů v USA a Evropě během zimy 2007-2008 (viz. tabulka č.5). Zde jsou na základě analýzy SWFI zdokumentovány nejvýznačnější expozice SWF v bankovním sektoru. Částka téměř 45 miliard USD ve sledovaném období určitě není zanedbatelná.

Graf 12: Vývoj uskutečněných transakcí SWF podle počtu a hodnoty kapitálu



Zdroj: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

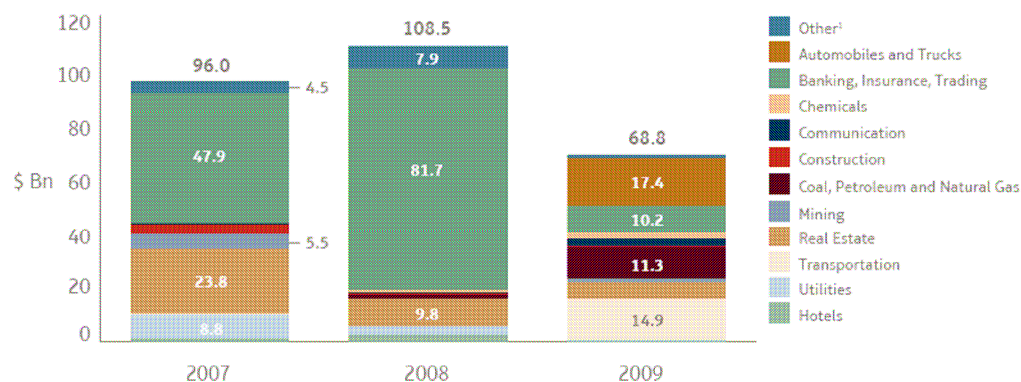
Tabulka č. 5: Finanční výpomoc klíčovým světovým bankám

Sovereign Wealth Infusions for Banks			March 2007 - April 2008	
Company	Investor	% Stake	Investment Value in US\$ Millions	Security Type
Citigroup	Abu Dhabi Investment Authority	4.9	\$7,500	New Convertible Units
Citigroup	Government of Singapore Investment Corp.	3.7	6,880	New Convertible Units
Citigroup	Kuwait Investment Authority	1.6	3,000	New Convertible Units
Merrill Lynch	Kuwait Investment Authority	3.0	2,000	New Convertible Units
Merrill Lynch	Korean Investment Corp.	3.0	2,000	New Convertible Units
Merrill Lynch	Temasek Holdings	9.4	4,400	New Common Stock
Morgan Stanley	China Investment Corp.	9.9	5,000	New Convertible Units
Barclays PLC	Temasek Holdings	1.8	2,005	Common Stock
Credit Suisse	Qatar Investment Authority	1.0	603	Common Stock
UBS	Government of Singapore Investment Corp.	9.8	9,750	New Convertible Units
UBS	Saudi Arabian Monetary Agency	2.0	1,800	New Convertible Units
Total Cash Infusions from Sovereign Wealth Funds			\$44,938	
* Funds purchased convertible units that can be converted into equity at a future date				

Zdroj: Sovereign Wealth Fund Institute

Ještě lépe je změna chování SWF v období ekonomické recese dokumentována v následujícím grafu č. 13 z databáze FEEM.

Graf 13: Hodnota investic SWF podle sektorů



Zdroj: Monitor-FEEM SWF Transaction Database

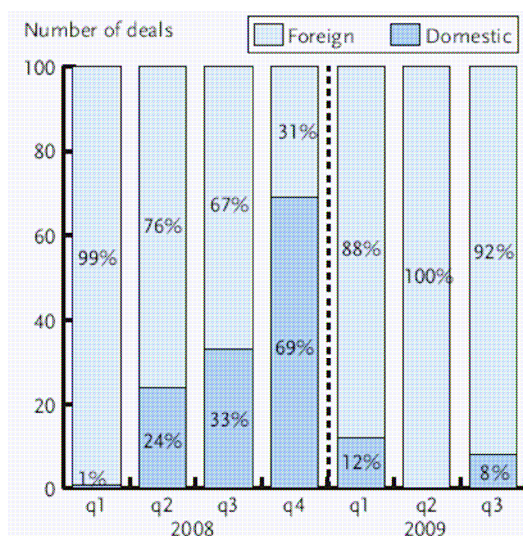
/ Other (Ostatní) – Pivovarnictví a výroba alkoholických nápojů; Potravinářský průmysl; Zdravotnictví; Výroba zdravotnických zařízení a pomůcek; Farmaceutický průmysl; Rekreační, volný čas, stravování; Personální služby*

Tento graf potvrzuje již dříve uváděné celkové utlumení investičních aktivit, ale a to především, významnou změnu v preferencích průmyslových odvětví. Extrémní angažovanost SWF v bankovním sektoru již byla zmiňována. Nicméně dle mého soudu managementy fondů postupem času své investice i díky připravovaným regulačním pravidlům přehodnotí a investiční aktivity se budou přesouvat od víceméně konzervativních investic (banky, nemovitosti) do odvětví s perspektivou vyššího zhodnocení. Myslím, že cosi již může naznačovat hodnota třetího sloupce grafu (2009). Nárůst zájmu o odvětví automobilového průmyslu, těžby nerostných surovin a dopravy přičítám zvyšující se poptávce po nových, modernějších a tedy ekonomičtějších, efektivnějších a ekologičtějších technologiích. Také očekávám růst zájmu o obory typu chemie a biotechnologie, byť v uvedeném grafu se ještě buď ani nevyskytují nebo jsou zcela marginální. A z pohledu geopolitického dojde též pravděpodobně k zvýšení investiční aktivity v oblasti „utility“ neboť latentní nedostatek zdrojů jako je například voda bude působit na zvyšování ceny a tím pádem na vyšší míru zhodnocování investic v této oblasti.

Za zmínku v této souvislosti také stojí poznatek, že úvěrová krize umocnila rostoucí roli vládních investic. Zejména na trhu, který se vyznačoval omezenou likviditou. Navzdory oživení akciových trhů v roce 2009 SWF realizují v některých případech ze svých investic značné ekonomické ztráty. Ztráty z investic, které učinily na počátku úvěrové krize. Důležitým faktorem též je, že SWF většinu roku 2008 sloužily k sanaci a posilování svých domácích

ekonomik (již zmiňovaný buffer) a svoji zahraniční investiční činnost začaly opět zvyšovat v 2009 (graf č. 14).

Graf 14: Investiční trendy SWF



Zdroj: International Financial Services London Research, březen 2010

3.6 Makroekonomický vliv SWF a potenciální hrozby

Otázkou makroekonomického dopadu SWF se ve své zprávě z února 2009 například zabývá také Mezinárodní měnový fond. Ve zprávě se uvádí: „Z pohledu makroekonomického vlivu je klíčovou otázkou, jak SWF mohou ovlivňovat politiku v domácím hospodářství i samotný „výkon“ politiky. Aktiva a výnosy, které SWF generují mohou mít významný dopad na veřejné finance, měnovou politiku i platební bilanci dané země. Mohou také ovlivnit sektor veřejných služeb a mají i vliv na chování soukromého sektoru. SWF tak mohou vytvářet makroekonomické a zároveň politické problémy. Proto pro dosažení politických cílů je nezbytná vhodná koordinace mezi institucemi zodpovědnými za fiskální a monetární politiku a SWF. Existují minimálně čtyři politické úhly. Které jsou důležité: fiskální politika, měnová politika, dopady do bilance státu a vnější stabilita.“

Je vidět, že vlády států, kam SWF hodlají investovat, si tuto skutečnost plně uvědomují. Jak ve svém článku pro Financial Times z 19. ledna 2010 uvádí Andrew Ward: „Na základě rozhodnutí norského ministerstva financí, že činnost společností je v rozporu s etickými zásadami vedení fondu vyřadilo Norsko z portfolia svého suverénního fondu 17 tabákových firem, včetně

společností Philip Morris a British American Tobacco. Zároveň je přidalo na stále se rozšiřující černou listinu, kterou vedou největší evropští „Equity“ investoři. Fond s majetkem 455 miliard USD vlastnil více než 1% akcií společností Imperial Tobacco, Altria, Reynolds American, a Japan Tobacco.

Z poslední doby mi v paměti utkvěly dva jiné nezrealizované „dealy“. Administrativa USA z titulu svého postavení v jednom případě zabránila akvizici přistavu v New Yorku dubajským fondem a v druhém případě se neuskutečnila akvizice soukromé americké ropné společnosti čínskou společností COOG.

Z úplně poslední doby zaznamenáváme taktické chování Číny na měnovém trhu v souvislosti s potížemi Eura. Jamel Anderlini a David Oakley z Financial Times ve svém článku „China fund 'very concerned' on shaky eurozone“ z 27. května 2010 píše: „Prezident největšího čínského suverénního fondu Gao Xiqing vyjádřil "velké znepokojení" krátkodobými výkyvy trhu vyplývajícími z nestability v eurozóně. Avšak jak uvedl prezident fondu China Investment Corp. (CIC) čínským státním sdělovacím prostředkům dále: „Probíhající krize zadluženosti by vážně ovlivnila čínské zahraniční investice v Evropě.“ "Přesto CIC udrží svou úroveň investic v Evropě. Krátkodobý výkyvy nebude mít na nás žádný vážný dopad". Nicméně Xinhua, oficiální čínská tisková agentura parafrázovala pana Gao slovy: "CIC je velmi znepokojen krátkodobými výkyvy trhu ohrožující stabilitu v eurozóně.“

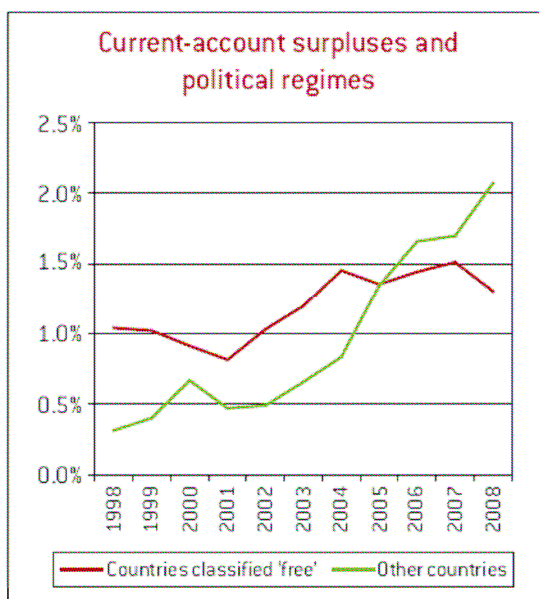
Myslím, že tento příspěvek je exemplárním ukázkou jak SWF mohou ovlivňovat a také ovlivňují přímo i nepřímo makroekonomické chování států a i takových hospodářských subjektů jako je Eurozóna.

Rostoucí význam SWF a jejich vývoj směrem k aktivnější investiční strategii se zvýšenou úrovní tržního rizika mohou ovlivnit strukturu mezinárodních finančních trhů. Zvýšená tolerance těchto fondů k riziku je podepřena důvěrou v pozitivní ovlivnění ceny rizikových aktiv jako jsou akcie, nemovitosti a private equity. Je zřejmé, že pro země, které mají významnou část svých devizových rezerv umístěnu v amerických vládních dluhopisech nebo v jiných velmi likvidních dluhopisech, je riziko poškození hodnoty jejich investic způsobené rozsáhlým výprodejem nepravděpodobné. Dopad na relativně malé finanční trhy v rozvíjejících se ekonomikách však může být podstatný. Vše nasvědčuje tomu, že alokace nových aktiv čínských SWF bude načasována tak, aby byl

minimalizován jejich dopad na trhy, aby tak nedocházelo ke zbytečnému tlaku na změnu hodnoty těchto akciových trhů. Na druhou stranu dopad této investiční strategie na vyspělé akciové trhy nebude hluboký.

Velmi zajímavou analýzu v této souvislosti uvádějí Lars-Hendrik Röller a Nicolas Véron z evropského think-tanku Bruegel ve svém materiálu (listopad, 2008), kde analyzují rozpočtové přebytky s korelací s politickým režimem daného státu (viz. graf č. 15)

Graf 15: Vývoj přebytků platební bilance – státy s demokrat. režimem a ostatní

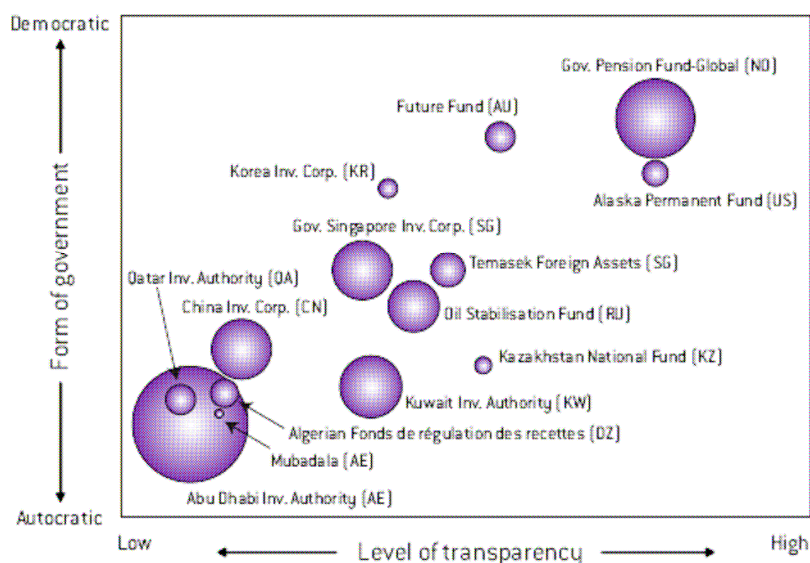


Zdroj: Bruegel 2008

Toto skutečnost potvrzuje jednu další velmi důležitou premisu a to, že je velmi pravděpodobné, že rozpočtový přebytek snáze vytvářejí státy s polo-autokratickou (viz. Singapur) až autokratickou vládou (Čína, SAE atd.) a to v konečném důsledku může znamenat vývoz nezcela demokratických prvků vlády do zahraničí.

Opět je zde také zmiňována transparentnost fondů a to v závislosti na politickém režimu.

Graf 16: Transparentnost fondů – státy s demokrat. režimem a ostatní



Zdroj: Bruegel 2008

Materiál v této souvislosti dále definuje potenciální hrozby ohrožení, které mohou představovat zahraniční akvizice tohoto typu pro americké společnosti. Člení je do tří kategorií:

- První kategorie ohrožení je, že by navrhovaná akvizice učinila Spojené státy závislé na zboží nebo službách, které jsou pro fungování americké ekonomiky klíčové a ty byly by dodávány výlučně zahraničním dodavatelem (včetně, fungování obranně-průmyslového komplexu).
- Druhá kategorie ohrožení je, že navrhovaná akvizice by umožnila transfer technologií či jiných odborných znalostí k zahraničním osobám, které by následně mohly působit proti národním zájmům USA.
- Třetí kategorie ohrožení je, že navrhovaná akvizice by umožnila infiltrace, sledování, nebo sabotáž agenta, do klíčových odvětví pro fungování americké ekonomiky (včetně, fungování obranně-průmyslového komplexu).

Na tomto místě bych znovu připomněl článek Jouko Rautavi zmiňovaný v úvodu práce. S ohledem na dané skutečnosti budou muset vlády a centrální banky velmi pečlivě vážít svá makroekonomická rozhodnutí a komplexně analyzovat budoucí hodnotu a dopad případných na první pohled výhodných akvizic státního majetku.

3.7 Analýza vlivu fondů na zvyšování státního bohatství

Ve snaze řešit otázku, zda a jak fondy slouží zájmům svých občanů, byl autory studie vyvinut čtyř-faktorový model, který hodnotí dva potenciální přínosy fondů a dvě alternativy. Studie se zaměřila na šest zemí s největšími fondy a analýzu aplikuje na jejich politický a ekonomický systém. Přínosy a alternativy jsou hodnoceny na stupnici od -5 do +5. Systém hodnocení lze interpretovat následujícím způsobem:

Tabulka č. 6: 4-faktorový model hodnocení – University of Chicago

Vlastnost nebo alternativa	Hodnota plusového čísla	Hodnota záporného čísla
Investiční prostředí (Gov. vs. Private Investment)	Vláda může získat vyšší výnos než občané	Občané mohou získat stejný nebo vyšší výnos než vláda
Politický zisk (Political Gain vs. Financial Cost)	Potenciál politického zisku je značný	Potenciál politického zisku je omezený
Míra zdanění (SWF vs. Lowering Taxes)	Výnosy SWF jsou vyšší než snižování daní	Výnosy SWF jsou nižší než snižování daní
Investice do infrastruktury (SWF vs. Investment in Infrastructure)	Výnosy SWF jsou vyšší než investice do infrastruktury	Výnosy SWF jsou nižší než investice do infrastruktury

Zdroj: University of Chicago, March, 2008

Studie definuje na základě níže uvedených parametrů, co to znamená „výhodnost“ SWF pro občany. Vzorec je převzat z anglického originálu.

SWF Výhody pro obyvatelstvo =

(A) {(Státní investice > Soukr. investice) + (Politický zisk > Finanční náklady)}

+

(B) {(SWF > Snižování daní) + (SWF > Zvyšování Infrastrukturních Investic)}

Obecně platí, že hodnota plusového čísla (A) značí, argument pro udržení SWF a hodnota záporného čísla (B) značí existenci důvod k jeho zrušení.

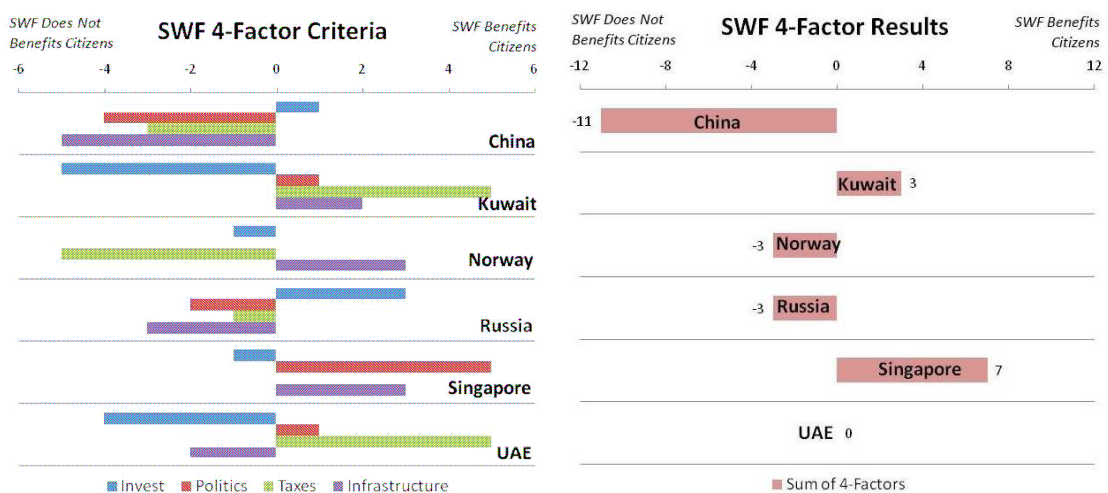
V případě faktoru – **investice**. Výpočet vychází z předpokladu, že výnosy z prodeje ropy (může se jednat samozřejmě i o výnosy z vývozu jiné komodity) investované vládou do SWF musí generovat výnosy, které jsou minimálně stejné nebo vyšší než očekávaná míra výnosů z prodeje dané komodity samotné.

Politický faktor SWF závisí na okolnostech, toho kterého státu. V rámci politického charakteru SWF jsou zde definovány tři okruhy: vládní intervence v důsledku neefektivnosti trhu, zahraniční hospodářská politika a vnitřní politika. Součástí je i diskuse o možných politických nákladech.

U faktoru - **daně** lze zjednodušeně konstatovat, že jeho výpočet odráží skutečnost, o kolik by se mohly daně v daném státě díky fungování SWF snížit.

Faktor – **infrastruktura**. Investice do infrastruktury zvyšují celkovou produkční funkce země. Jinými slovy, tyto investice zlepšují schopnost země efektivně využívat pracovníky a zvyšovat výkonnost kapitálu. Například Singapur je mnohem blíže k maximální hranici efektivnosti než Čína. V tomto smyslu to znamená, že čínské investice do infrastruktury by měly mít vyšší výnos než singapurské.

Graf 17: Výsledky 4-faktorové analýzy prospěšnosti SWF



Zdroj: University of Chicago, March, 2008

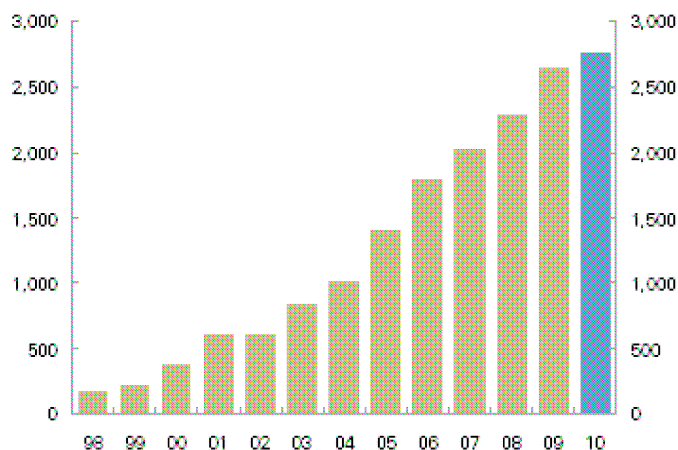
Na modelu šesti států shrnuje výše uvedený čtyř-faktorový model přínos SWF občanům daného státu. Celkové skóre se velmi liší od (-11) v Číně po (+7) v Singapuru. Pro účely této studie byla aplikována stejná váha každému ze čtyř faktorů, nicméně pro jiné účely může být alternativně využito jiného váhového schématu. A na základě této analýzy se ukazuje, že pouze v Singapuru a v Kuvajtu mohou fondy poskytnout celkový čistý přínos pro občany. Autoři studie na základě těchto výsledků dospěli k závěru, že většina SWF, tak jak jsou nastaveny, dnes neslouží zcela ku prospěch občanům.

Závěry této studie jsou k diskusi. Primárně se dá soudit, že pokud nejsou detailně definovány preference občanů toho kterého státu (tzn. určeny váhy jednotlivých faktorů), ukazuje se, že SWF působí efektivně (tzn. zvyšuje blahobyt obyvatelstva) jako finanční nástroj v převážně ekonomicky vyspělých státech. Pro ilustraci, srovnávám-li výsledek (stejný) Norska a Ruska je otázkou, zda že v obou státech budou stejné preference např. u faktoru daní a faktoru politika.

3.8 Podrobná analýza fondu Government Pension Fond (GPF)

Fondu GPF s objemem spravovaných aktiv v hodnotě 445 miliard USD patří v celosvětovém žebříčku SWF druhé místo. Jak již bylo uvedeno dříve, z pohledu klasifikace fondu podle zdrojů se jedná o fond komoditní a hlavním zdrojem „bohatství“ je příjem z neobnovitelných zdrojů (ropné bohatství).

Graf 18: Vývoj objemu aktiv fondu v NOK



Zdroj: NBIM – Performance Result 2009, release March 2010

Manažerem fondu je Norges Bank Investment Management (NBIM) jež je investiční divizí patřící do organizační struktury Norské centrální banky. Norské ministerstvo financí určuje jakou míru rizika při obchodování fond může akceptovat. Nejdůležitější limit je vyjádřen tzv. očekávanou cílovanou chybou (relativní volatilitu) a stanovuje strop o kolik se očekávané výnosy fondu mohou odchýlit od výnosů srovnatelného investičního portfolia. Nicméně za vlastní investiční strategii a správu fondu odpovídá management.

Nadále se tímto fondem budu zabývat podrobněji z důvodu projektu této práce. Tento fond z pohledu účelu fungování (penzijní fond) totiž považuji za optimální

variantu finančního nástroje aplikovatelnou do prostředí veřejných financí v České republice. Jediným rozdílem by byl typ zdroje. Zde by přicházel v úvahu model GLC (příjmy ze státem vlastněných resp. ovládaných společností a holdingů (již zmiňovaný Singapurský fond Temasek).

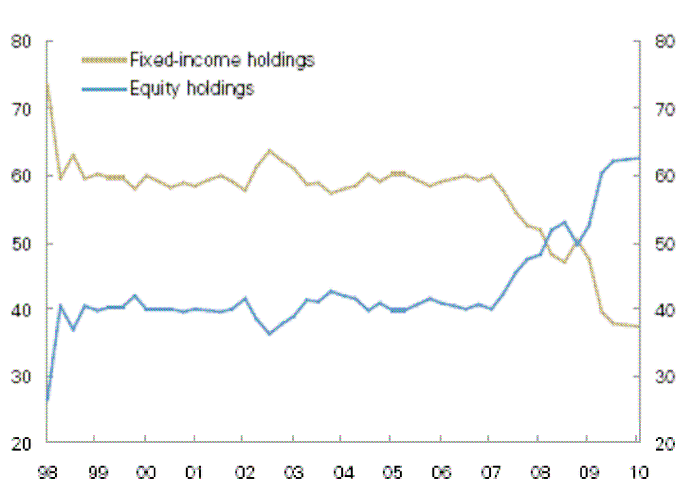
Vzhledem k tomu, že GPF má tendenci získávat malé akciové podíly v kótovaných společnostech prostřednictvím nákupů na otevřených trzích jsou jeho investice zřídka prezentovány v tisku nebo jsou zahrnuty v příslušných databázích. Investice fondu jsou však spravovány společností NBIM, která však vyplňuje povinný report (13F) pro Komisi pro cenné papíry (Security and Exchange Commission – SEC). Tento report je povinný pro všechny institucionální investory, kteří spravují majetek společností kótovaných v USA v hodnotě 100 milionů USD a více a je čtvrtletním hlášením o držení akcií a akciích ovládaných. Na základě tohoto reportu FEEM analyzoval operace GPF.

Od roku 2006 do konce roku 2009 se jedná o 160 primárních a 243 „pokračujících“ (follow-on) investic. Souhrnná hodnota těchto transakcí je 4,76 miliardy amerických dolarů, průměrná hodnota transakce je pouze 11,9 milionů USD. Průměrný získaný podíl akcií společnosti je 0,33 procenta, přičemž největší podíl je 4,74 procenta. V 384 transakcích byla cílem společnost se sídlem ve Spojených státech, v 13 transakcích byla cílovou společností společnost se sídlem v Kanadě a zbývající transakce připadají na společnosti z Lucemburska (2 transakce), Indie (2 transakce), Bermud (1 transakce) a Číny (1 transakce).

Žádné z průmyslových odvětví z pohledu investiční strategie GPF není dominantní. Například 54 transakcí v celkové hodnotě 554,47 milionu USD bylo realizováno v energetice a v souvisejících odvětvích. Zatímco 37 transakcí v hodnotě 965,73 milionu USD bylo realizováno ve finančním sektoru.

Investiční strategie fondu je dále rozdělena podle typu finančních trhů na akciové a dluhopisové. Fond má v současnosti v držení ve svém investičním portfoliu 62,6% objemu aktiv umístěných na akciovém trhu a 37,4% na dluhopisovém trhu.

Graf 19: Členění příjmu podle typu investice



Fixed-income holdings – dluhopisové portfolio

Equity holdings – akciové portfolio

Zdroj: NBIM – Performance Result 2009, release March 2010

V létě 2007 (již v létě 2007!) rozhodla vláda Norského království o zvýšení poměru akciového portfolio z 40% na 60%. Předpokládám, že toto rozhodnutí ke změně investiční strategie fondu bylo učiněno v predikci očekávaného významného poklesu ceny akcií. K tomu, díky ekonomické situaci skutečně v následujícím období došlo. Z grafu č. 19 je patrné jak se díky tomuto rozhodnutí výrazně změnil poměr příjmů fondu v období 2008 a 2009. Z doprovodné zprávy k státnímu rozpočtu 2010 norského ministerstva financí (str.16) vyplývá, že výnosnost kapitálových investic měřeno v zahraničních měnách vzrostla v roce 2009 o 7,9% zatímco výnosnost trhu dluhopisového byla ve stejném období pouze 1,4%.

Tabulka č. 7: Největší držené akciové podíly k 31. březnu 2010

Company	Country	Holdings in millions of NOK
Nestlé SA	Switzerland	19 476
HSBC Holdings PLC	UK	19 368
BP PLC	UK	18 885
Royal Dutch Shell PLC	UK	18 747
Vodafone Group PLC	UK	14 052
Total SA	France	13 929
Novartis AG	Switzerland	12 722
Roche Holding AG	Switzerland	12 335
Exxon Mobil Corp	USA	11 978
BHP Billiton PLC	UK	11 789

Zdroj: NBIM – Performance Result 2009, release March 2010

Tabulka č. 8: Největší držené dluhopisové podíly k 31. březnu 2010

Company	Country	Holdings in millions of NOK
United States of America	USA	119 121
UK government	UK	66 863
Federal Republic of Germany	Germany	48 532
Japanese government	Japan	43 995
French Republic	France	41 075
Italian Republic	Italy	39 686
European Investment Bank	Supranational	21 925
Bank of Scotland PLC	UK	20 525
Fannie Mae	USA	17 287
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Germany	16 600

Zdroj: NBIM – Performance Result 2009, release March 2010

3.8.1 Struktura Government Pension Fond (GPF)

Řídícím orgánem fondu je Výkonný výbor fondu (Norges Bank Investment Management – NBIM). Výbor má 250 členů.

Tabulka č. 9: Schéma řízení, rozhodování a kompetencí NBIM



Zdroj: NBIM

Executive board - Výkonná rada je zodpovědná za řízení centrální banky Norska. Má sedm členů, které jmenuje král. Guvernér a víceguvernér centrální banky jsou předseda a místopředseda NBIM.

NBIM committees – je poradním orgánem guvernéra fondu. Tento poradní výbor je jmenován Výkonnou radou. Poradní výbor se skládá tří až čtyř mezinárodně uznávaných odborníků s rozsáhlými zkušenostmi z velkých institucí a z řízení investic. Poradní výbor se setkává s Výkonnou radou dvakrát až čtyřikrát ročně.

Supervisory council - Dozorčí rada má 15 členů, které jmenuje parlament Norska. Dohlíží na operace fondu a dodržování pravidel stanovených pro tyto operace.

3.8.2 Národní rozpočet Norska a vazba s GPF

Podle vlastní definice vlády Norského království byl zřízen fond, aby vládě poskytl prostor pro manévrování ve fiskální politice v případě poklesu ceny ropy nebo poklesu ekonomiky jako takové. Fond má sloužit jako nástroj pro řešení finančních problémů související se stárnoucí populací a očekávanými poklesy ropných příjmů. Fond byl navržen tak, aby investoval v dlouhodobém horizontu, ale tak, aby z něj bylo možné v případě potřeby čerpat. Fond přes svůj název nemá žádné formálně penzijní závazky. Doposud nebylo učiněno žádné politické rozhodnutí, kdy mohou být prostředky použity na pokrytí nákladů budoucích důchodů.

Fond je nedílnou součástí státního rozpočtu. Část jeho kapitálu může být vynaložena na vyrovnaní státního „ne-ropného“ rozpočtového schodku. To znamená, že fond je plně integrován ve státním rozpočtu a že čistá alokace finančních zdrojů do fondu odráží celkový rozpočtový přebytek, včetně ropných příjmů.

Fiskální politika je založena na obecné zásadě, že strukturální a „ne-ropný“ rozpočtový schodek bude průběžně odpovídat reálné výnosnosti fondu. Ta je odhadována na 4 procenta. Takzvané výdajové pravidlo, že není-li výnosnost fondu průběžně více než 4 procenta, neměly by být tyto výnosy do státního rozpočtu použity bylo poprvé zavedeno v roce 2001. Tato politika by měla garantovat postupné zvyšování využívání ropných příjmů. Průběžně by „ne-ropný“ strukturální schodek rozpočtu měl odpovídat očekávanému reálnému výnosu GPF.

Pro ilustraci je uvedena struktura státního rozpočtu vč. začleněného GPF a v grafech č. 20 a č. 21 je kvantifikován reálný výnos GPF v souvislosti se strukturální deficitem norského rozpočtu, včetně dlouhodobého výhledu, tak jak je uvádí ministerstvo financí Norska.

Tabulka č. 10: Stání rozpočet a GPF v mld. NOK - Hlavní kapitoly

	2008	2009	2010
1. Fiscal Budget			
Total revenues	1182.6	1051.9	1027.0
Revenues from petroleum activities	437.7	304.5	287.2
Revenues excl. petroleum activities	744.9	747.4	739.8
Total expenditures	778.6	868.7	905.1
Expenditures on petroleum activities	21.8	24.7	25.7
Expenditures excl. petroleum activities	756.7	843.9	879.4
Fiscal budget surplus before transfers to the Pension Fund – Global	404.1	183.2	121.9
- Net revenues from petroleum activities	415.9	279.8	261.5
= Non-oil budget surplus	-11.8	-96.6	-139.6
+ Transfers from the Pension Fund – Global	8.4	107.2	139.6
= Fiscal Budget surplus	-3.4	10.7	0.0
2. Government Pension Fund			
Net transfer to the Pension Fund – Global	407.5	172.6	121.9
+ Dividends on the Pension Fund	103.1	91.3	108.2
= Surplus in the Pension Fund	510.6	263.8	230.1
3. Fiscal Budget and Government Pension Fund consolidated surplus	507.2	274.5	230.1

Zdroj: Ministerstvo financí Norsko

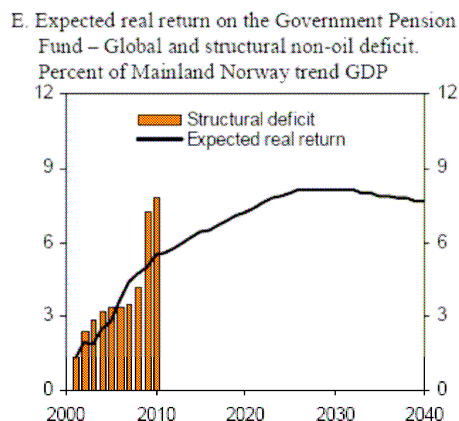
V uvedeném rozpočtu stojí za postřehnutí, že zatímco v roce 2008 byl transfer z GPF ve výši 8,4 mld. NOK v roce 2010 norská vláda uvažuje o transferu ve výši 139,6 mld. NOK. Přičítám to snaze o korekci veřejných financí způsobené právě celosvětovou hospodářskou recesí.

Dalším zajímavým údajem je vlastní výkonnost fondu, kdy je počítáno s dividendou ve výši 108,2 mld. NOK. Při objemu fondu cca 450 mld. NOK považuji dividendu ve výši téměř 25% za velmi vysokou.

Graf 20: Očekávaný reálný výnos GPF vs. strukturální deficit rozpočtu Norska



Graf 21: Očekávaný reálný výnos GPF vs. strukturální deficit rozpočtu Norska – trend

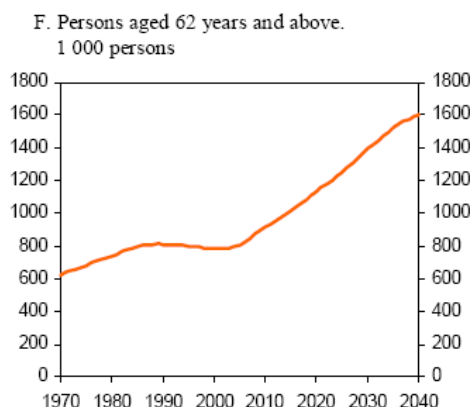


Zdroj: Ministerstvo financí Norsko

Uvádění a zakalkulování těchto údajů (graf. 21 i 22) v aktuálních rozpočtech svědčí o propracované, dlouhodobé a zodpovědné koncepci norské vlády.

Na závěr této kapitoly s ohledem na uvažované užití výnosů GPF je zajímavou součástí rozpočtu Norska též predikce demografického vývoje (graf č. 22). Je evidentní, že norské Ministerstvo financí pracuje při zpracovávání rozpočtu nejenom s krátko a střednědobou predikcí, ale co považují za zcela fundamentální pracuje i s dlouhodobou predikcí od které odvíjí potenciální nároky na státní rozpočet do budoucna.

Graf 22: Predikce demografického vývoje osob 62 letých a starších



Zdroj: Ministerstvo financí Norsko

4 Projekt

Za podstatný materiál pro vstup do projektové části práce považuji materiál zpracovaný Mezinárodním měnovým fondem v roce 2009 (Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations). Uvedeny jsou zde klíčové aspekty, s kterými se jakákoliv diskuse o zřízení fondu musí nutně zabývat.

První otázka, na kterou si politici musí odpovědět je, zda si vytvořením SWF mohou splnit své politické cíle či nikoliv. V praxi však klíčovou otázkou je, zda má země "adekvátní" nebo "optimální" úroveň devizových rezerv. I když je skutečné bohatství země na dostatečné na úrovni, zákonodárci se budou muset rozhodnout, zda státní aktiva použít jako kapitál do státního investičního fondu. Související otázkou je, zda vytvoření SWF je tou nejlepší alternativou.

Za druhé, jakmile politici dospějí k rozhodnutí fond vytvořit, budou rozhodovat o bezpočtu provozních otázek, jejichž odpovědi by měly být v souladu s jejich politickými cíli. Tyto cíle povedou k nastavení vhodné investiční strategie. Budou zahrnovat financování, výdajová pravidla, investiční strategii a pod.

Za třetí, často přehlížené, avšak klíčové otázky se týkají institucionálních opatření. Odpovídající rámec managementu fondu dává jasné náznaky o tom, který orgán určuje politické cíle fondu. Jak velká může být celková tolerance k riziku, jaké jsou jeho provozní cíle a jak se budou vykonávat investiční pokyny (kdo bude mít „poslední slovo“).

A konečně, s ohledem na výše uvedené, zákonodárci se budou muset rozhodnout, kam investovat majetek fondu. Jaká má být strategická alokace aktiv. To znamená budou muset vypracovat jeho investiční politiku. Investiční politika by opět měla být v souladu s širšími politickými cíli. Operační cíle budou řídit investiční horizont, toleranci vůči riziku. Investiční prostředí bude zase určovat strategickou alokaci aktiv. Další klíčovou otázkou je zejména rezistence vůči politickému tlaku, jak a kam investovat část majetku státních investičních fondů na domácím trhu. V tomto ohledu by toto rozhodnutí mělo být považováno, s ohledem na širší politické cíle a dlouhodobou vizi rozvoje dané země, za bytostně odbornou otázku makroekonomické politiky. Znovu je třeba zde zdůraznit, že institucionální uspořádání fondu je pro fond s ohledem

na investiční politiku extrémně důležité. Například, ponesou politici odpovědnost za správu aktiv fondu? Pak musí zaujmout jasné stanovisko, jaká bude jejich zodpovědnost pokud jde o využívání externích manažerů.

Zde bych si dovilil podotknout, že za jeden z klíčových nedostatků české politiky považuji, že při rozhodování nenesou politici určitou míru osobní zodpovědnosti a pouze se odvolávají na svou zodpovědnost politickou. Toto jednoznačně vede k určité formě morálního hazardu a politik tak nemusí rozhodovat pod tlakem osobní zodpovědnosti. Což bezpochyby vede k rozhodnutím, která z pohledu veřejného zájmu nemusí být vždy ta nejúčelnější a nejehospodárnější.

4.1 Ekonomická recese – dobrá příležitost pro zavádění změn

Jak uvádí Michael Metcalfe ve svém článku pro deník Financial Times z 14. ledna 2010: „Uprostřed finanční krize historických rozměrů se může zdát zvláštní, zaměřit se na řešení dlouhodobých problémů. Nicméně, mimořádná doba nabízí možnosti překonat obvyklé úzké zájmy a vytvořit instituce s trvalou hodnotou. Vytvoření amerického suverénního fondu (SWF) představuje takovou příležitost.“

USA by se měly naučit využívat majetek, který již získaly a i další, který přibude v budoucnu z programu TARP (Trouble Asset Relief Program), jakož i majetek z jiných zdrojů. Cílem by mělo být uspokojení deficitu důchodového systému od roku 2030, kdy podíl důchodců v populaci ve věku od 16 a více let bude téměř 25 procent. Jedním ze způsobů jak to učinit, by mohlo být buď nahrazení nebo rozšíření Svěreneckého fondu sociálního zabezpečení (Social Security Trust Fund) a Federálního fondu starobního pojištění (Federal Old-Age Survivors Insurance Fund). Toto řešení by mělo několik pozitivních důsledků jak z krátkodobého, tak i z dlouhodobého hlediska.“

Tuto tezi považuji za klíčovou, a to jak z pohledu načasování, z pohledu politické vůle konat strukturální reformy, tak i z pohledu v praktičnosti. V nejbližší budoucnosti již totiž nemusí dojít k takové souhře okolností a k tak významné potřebě kvalitativní změny v celé ekonomice.

4.2 Formulace hypotézy – zavedení SWF v České republice

Úvodní text mi umožňuje formulovat několik základních otázek:

1. Je takový to finanční nástroj v české prostředí potřeba? Je to optimální alternativa v souvislosti s hospodařením státu?
2. Existují v prostředí České republiky zdroje možného financování takového to fondu?
3. Jak legislativně složité je takový to fond zřídit? Jaké by mělo být jeho postavení?
4. K jakému účelu by měl fond sloužit?
5. Jaká by měla být investiční strategie:

V následujícím textu se na výše uvedené otázky pokusím odpovědět.

4.2.1 Je potřeba fond zavádět v České republice?

Jak je patrné mnohé státy (i ekonomicky vyspělé – USA, Kanada) se zabývají myšlenkou, zejména v současné době, zřízení v rámci systému svých veřejných financí nástroje, který bude sloužit jako makroekonomický stabilizátor, jehož primárními funkcemi bude:

1. Eliminace ekonomických výkyvů (globálních i regionálních). Za přesně stanovených podmínek může fond (např. GPF – zhodnocení 4%) z výnosů svého hospodaření saturovat strukturální deficit rozpočtu, maximálně však do předem definované výše.
2. Dlouhodobý investiční horizont eliminuje negativní, nezodpovědný politický vliv resp. volební periody (4-5 leté). Nebude docházet k předvolebním „dárkům“, v horším případě ke zvyšování mandatorních výdajů (tak oblíbená činnosti v zemích střední Evropy – Česko, Maďarsko, Slovensko apod.) Jednoduše politici nebudou moci využívat „přebytečné“ veřejné zdroje ke krátkodobým mocenským cílům (viz. populární heslo: „13. důchod z dividendy ČEZu“).
3. Zajištění základních zdrojů na budoucí náklady státu v souvislosti s neodvratným demografickým trendem (stárnutí populace resp. vyšší průměrná doba dožití).

Pokud budeme uvažovat striktně v těchto intencích, musíme si na otázku, zda je zřízení SWF v ČR potřeba, odpovědět **ano**.

I na otázku zda je to optimální nástroj odpovídám **ano**. Ze studia struktury veřejných financí (rozpočtové kapitoly apod.) je patrné, že vlastnická práva a tím pádem zodpovědnost za řízení státních podniků resp. majetku vykonávají přinejmenším tři centrální úřady - ministerstva:

1. Ministerstvo financí (rozpočtová kapitola 312) do jehož gesce spadá většina (klíčových) státních podniků (viz. Příloha č. 6). Avšak jak uvádí designovaný ministr financí M. Kalousek /*, jen pět z nich je strategického významu: „Ministerstvo financí vykonává vlastnická práva ve společnostech, ve kterých drží majetkový podíl. Společnosti, ve kterých drží více než 40% akcií, jsou označovány jako ovládané společnosti. Z nich je k 1.1.2009 pět akciových společností, nazývaných ovládané společnosti strategického významu. Jsou to ČEZ, a.s., ČEPRO, a.s., České aerolinie, a.s., MERO, a.s. a Letiště Praha a.s.. Jedná se o subjekty, které mají značný význam pro ekonomiku ČR a zaujímají významné, některé z nich monopolní místo na trhu, kde konkurenční prostředí dosud vyžaduje regulační opatření ze strany státu.“ Významným úřadem z pohledu hospodaření s majetkem státu, který patří do gesce MF je Úřad pro zastupování státu ve věcech majetkových (ÚZSVM).
2. Ministerstvo zemědělství (rozpočtová kapitola 329) do jehož gesce patří státní podniky, která jsou z pohledu příjmu do státního rozpočtu podstatné a to jsou Lesy České republiky státní podnik a společnost Budvar státní podnik. Stejně tak, jako v případě MF i pod gesci Mze patří z pohledu státního majetku významná instituce a to je Pozemkový fond.
3. Ministerstvo průmyslu a obchodu (rozpočtová kapitola 322). Ve výroční zprávě o hospodaření MPO za rok 2007 je uveden podnik DIAMO s.p., Tento podnik, může jako jediný splňovat z definice komoditní akumulaci kapitálu v SWF. Těžba uranové rudy bezpochyby takovým neobnovitelným zdrojem bohatství je. (Transfer výnosů z těžby ropy v Norsku do GPF je 100%).

/* psáno 6. července 2010, pozn. autora

V rámci konsolidovaného státního rozpočtu každá z těchto institucí má svůj vlastní rozpočet a s majetkem hospodaří na základě usnesení vlády (což považuji za velmi neoperativní). Státní podniky nebo podniky se státní účastí své zisky do státního rozpočtu odvádějí formou dividend.

4.2.2 Jsou v České republice zdroje na akumulaci kapitálu v SWF?

Jak bylo uvedeno v úvodu práce. Zdroje akumulace kapitálu v SWF, a to:

1. komoditní – tzn. z vývozu nerostného bohatství (v tomto případě by přicházel v úvahu právě vývoz uranové rudy podnikem DIAMO
2. nekomoditní – tzn. devizové rezervy z přebytku kladného salda obchodní bilance (viz. bilance ČNB)
3. Government Linked Companies (GLC) – přebytky z obnovitelných zdrojů; dividendy a zisky ze státem vlastněných společností. Hlavním představitelem způsobu akumulace kapitálu do fondu je již dříve zmiňovaný Singapurský fond Temasek: *„Investice jsou financovány prostřednictvím dividend obdržených od portfoliových společností, z výnosů z prodeje státních akcií, z obchodních úvěrů, z emise obligací a příležitostně z kapitálových injekcí od akcionářů“*³.

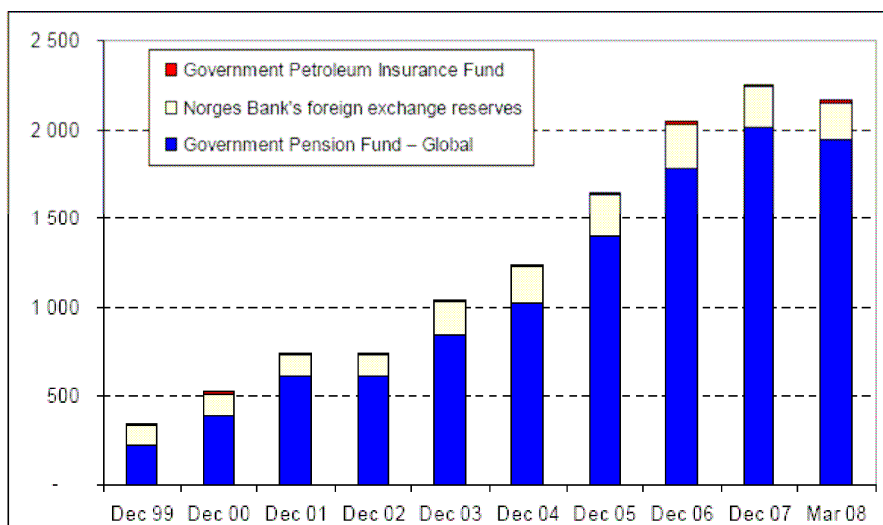
Navíc jako zdroj kapitálu navrhuji transfer veškerých tzv. jednorázových (neopakovatelných) příjmů státu a to zejména příjmy z privatizace státního majetku, prodeje akcií státních podniků a podobně.

Z toho důvodu jsem se též pokusil o analýzu příjmů z privatizace z období transformace státu a hlavně analýzu zůstatku na tzv. „privatizačním účtu“.

³ Zdroj: http://www.temasekholdings.com.sg/media_centre_information_factsheet.htm

Pro ilustraci uvádím z výroční zprávy Norges Bank Investment Management (NBIM) za první čtvrtletí 2008 přehled o vývoji akumulace aktiv GPF.

Graf 23: Aktiva fondu podle zdroje v miliardách NOK.



Zdroj: NBIM čtvrtletní zpráva 2008 - Norská centrální banka

4.2.3 Legislativa a postavení fondu

Po prostudování legislativního prostředí soudím, že vznik fondu by se dal jednoduše upravit formou přijetím novely dvou zákonů Parlamentem České republiky. A to následujících zákonů:

- Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance,
- Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), v platném znění

Avšak s ohledem na politickou skutečnost v České republice a potřebu dlouhodobého legislativního ukotvení, bych se přikláněl k formalizaci statusu fondu podobně jako je status Centrální banky a to zakotvením v Ústavě ČR doplněním čl. 98 o nový odstavec např. ve znění: „Nedílnou součástí ČNB je státní investiční fond, který spravuje veškeré zisky státních společností a institucí, přebytky obchodní bilance státu a výnosy z prodeje státního majetku s cílem dlouhodobého zajištění zvyšování blahobytu občanů České republiky.“ Mimořádně ústavním zákonem jsou zřízeny také Singapurské fondy Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd (GIC) a Temasek.

Velmi důležitou otázkou z pohledu fungování fondu je jeho statut a postavení vůči orgánům státní správy. I v tomto případě navrhuji využít corporate governance model, který funguje v Norsku.

Správa fondu se musí vyznačovat jasným rozdělením pravomocí mezi Ministerstvo financí, které je odpovědné za řízení fondu a investiční strategii a centrální bankou, která provádí operativní řízení v souladu s pokyny vydanými ministerstvem. Fond by měl mít výkonný management (radu), který, obdobně jako výkonnou radu ČNB jmenuje prezident republiky. Případná doplňující pravidla a směrnice pro řízení Fondu jsou stanovena výkonnou radou centrální banky, guvernérem a výkonným výborem fondu samým. Guvernér jedná v souladu s investičním mandátem a pokyny vydanými výkonnou radou centrální banky.

4.2.4 K jakému účelu by měl fond sloužit?

Zde jednoznačně preferuji stanovisko, aby fond (výnosy) byl využit ke stejnému účelu jako GPF v Norsku. Tzn.:

- Sloužit jako vyrovnávací nástroj strukturálního deficitu rozpočet. Na krytí ale mohou být použity pouze výnosy fondu, a to pouze v případě, že výnosnost fondu překročí určité procento (GPF – 4%). Touto podmínkou je bráněno, aby *jakýkoliv* deficit mohl být z tohoto fondu sanován.
- Jako nástroj dlouhodobé finanční stability pro případné dorovnávání důchodového účtu v případě jeho deficitu.

4.2.5 Jaká by měla být struktura a investiční strategie?

U hodnocení správnosti použité investiční strategie doporučuji využít stejného modelu, který používá NBIM, tzn. benchmark výnosů srovnatelného portfolia, která jsou realizována na volném trhu.

Investiční strategii fondu by mělo určovat MF a její realizaci výkonný management (po vzoru NBIM). Fond má být finančním investorem, který drží široké portfolio podílů v nestrategických společnostech s vysokou mírou likvidity na trhu. Maximální vlastnický podíl v jednotlivých společnostech by měl být omezen na 5%. A podle vzoru GPF max. 60% kapitálu fondu má být umístěno na trhu akciovém a 40% na trhu dluhopisovém.

4.3 Příjmy fondu - privatizace v Československu a v České republice

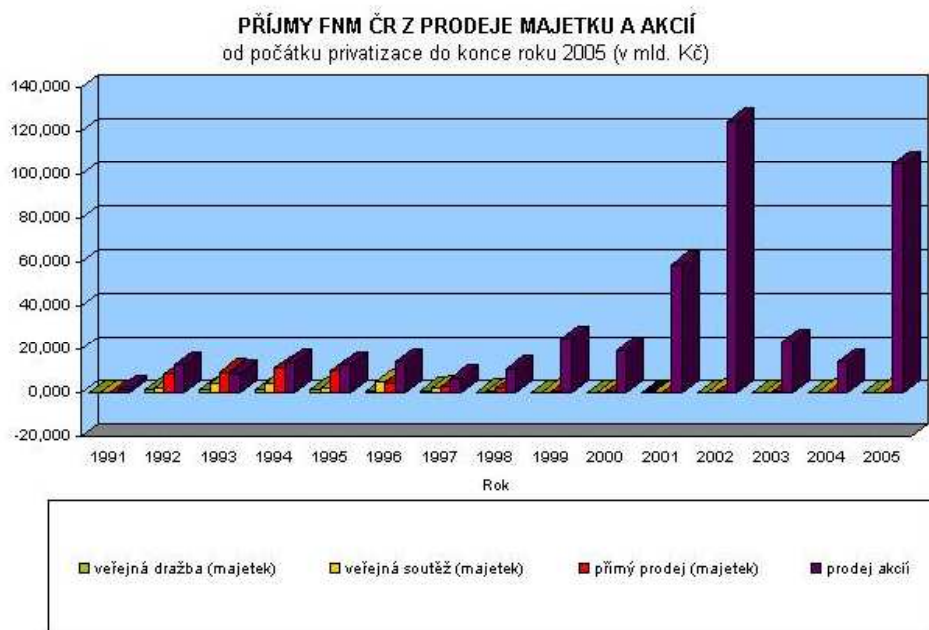
Po změně politického systému na přelomu roku 1989 došlo také ke kvalitativní změně ekonomických vztahů národního hospodářství. Primárním ekonomickým

cílem bylo změnit socialistické všeobecné vlastnictví výrobních prostředků na vlastnictví soukromé. V roce 1991 byl zahájen unikátní proces transformace – privatizace téměř 100% státního vlastnictví. Za tímto účelem pro realizaci tohoto procesu zřídila vláda tzv. „Transformační instituce“ jako například Ministerstvo privatizace, Fond národního majetku nebo Konsolidační banka.

Příjmy z privatizace státního majetku v minulosti i dnes, beru jako jedinečný (neopakovatelný) příjem, který podle metodiky ESA 95 nemůže být zahrnut jako příjem státního rozpočtu (v souvislosti se snižováním deficitu rozpočtu) a proto ho považuji za ideální příklad akumulace kapitálu do SWF.

- **Fond národního majetku** - fond vytvořil první metodiky transformace a prodejů majetku a založil všechny akciové společnosti do I. vlny kupónové privatizace. V letech 1992-1994 byla dokončena I. vlna a zahájena II. vlna kupónové privatizace. Objem privatizovaného majetku byl ve výši cca 150 mld. Kč. Zhruba stejný objem akcií byl privatizován standardními metodami. Ve standardních metodách privatizace majetku bylo převedeno a prodáno 85 % objemu dodnes celkově privatizovaného majetku. Do konce roku 1998 FNM zprivatizoval 81% majetku státu. V grafu č. 24 je patrná struktura příjmů FNM, tak jak je uveřejněna ve Výroční zprávě FNM za rok 2005.

Graf 24: Příjmy FNM z prodeje národního majetku



Zdroj: Výroční zpráva FNM 2005

K 31.12.2005 vlastnil FNM majoritní nebo významné majetkové podíly ve 4 (již zmiňovaných) strategických akciových společnostech o celkové nominální hodnotě 52,7 mld. Kč a ve 103 „nestrategických“ akciových společnostech s celkovou nominální hodnotou akcií ve výši **29,7 mld. Kč**.

Pro kompletní ilustraci o objemu příjmu státu z „velké“ privatizace uvádím tabulku č.11. V materiálu Státní závěrečný účet za rok 2007 je uveden konsolidovaný přehled o příjmech a výdajích fondu. Cílem práce není analyzovat správnost a účelnost výdajů ani optimum dosažených příjmů. Údaj zůstatku peněžních prostředků však beru jako objem prostředků, které by v ideálním případě mohl sloužit jako vstupní kapitál pro SWF.

Tabulka č. 11: Přehled peněžních příjmů a výdajů – velká privatizace

	Rok 1991 – 2006	Rok 2007	Celkem
Příjem z prodeje majetku a akcií	533 974 665 898	12 574 815 982	546 549 481 880
Příjem z úvěru	36 410 267 000	-	36 410 267 000
Ostatní příjmy	74 555 009 277	8 746 471 925	83 301 481 202
Příjem celkem	644 939 942 175	21 321 287 907	666 261 230 082
Výdaje celkem	612 680 231 973	37 839 356 719	650 519 588 692
SALDO PŘÍJMŮ A VÝDAJŮ	32 259 710 202	- 16 518 068 812	15 741 641 390

Zdroj: MF, Státní závěrečný účet 2007

Stav peněžních prostředků z velké privatizace k 1.1.2007 byl ve výši 32.259.710.202 Kč. K 31.12.2007 činily celkové příjmy 21.321.287.907 Kč. Po odečtení výdajů roku 2007 je konečný zůstatek peněžních prostředků z velké privatizace k 31.12.2007 ve výši 15.741.641.390 Kč. To znamená, že na tzv. privatizační účtu státu by mělo být disponibilních více než **15,7 miliardy** korun.

V údajích Závěrečného účtu v kapitole 321 (MF) za rok 2008 jsou uvedeny kapitálové příjmy (příjmy z prodeje investičního majetku a příjmy z prodeje akcií a majetkových podílů) ve výši 0,86 mld. Kč. Předpokládám tedy, že se právě jedná o částečný odprodej „nestrategických“ výše uvedených aktiv.

A závěrem proto navrhuji, odprodat veškeré akciové podíly v nestrategických společnostech a spolu s finančním zůstatkem na privatizačním účtu by mohly být tyto prostředky vloženy do SWF. Tím by základní kapitál fondu mohl být ve výši cca **44,5 mld. Kč**.

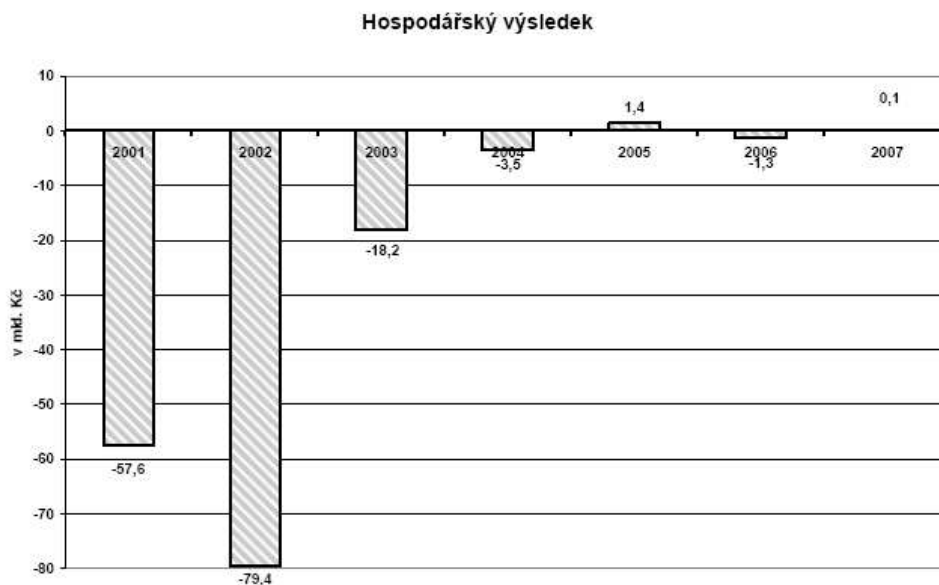
Dalšími institucemi (tzv. transformačními), o kterých je dobré se krátce zmínit, abychom pochopili proces privatizace resp. transformace v ČR jsou Konsolidační banka (KOB) a její následnice Česká konsolidační agentura (ČKA).

- **Konsolidační banka** - KOB, která vznikla na počátku 90. let byla speciální instituce pro špatné pohledávky českých bank Jak dále ve své knize „Základní principy bankovníctví“ uvádí prof. Michal Mejstřík (2009): „V první polovině 90. let 20. století se finanční sektor v rozvíjejících se ekonomikách potýkal s problémy souvisejícími s ekonomickou transformací. Mezi obecné problémy transformace lze uvést slabý institucionální rámec, který vedl k nízké úrovni corporate governance v rámci nestabilního podnikatelského sektoru.“ *str. 388.* „Proces konsolidace finančního a průmyslového (sektoru) začal konsolidací corporate governance.“ *str. 392.*

Já tomu rozumím tak, že dříve nežli se vůbec mohlo začít uvažovat o privatizaci státních podniků, bylo nezbytné nastavit majetkoprávní vztahy tak, aby byla zajištěna maximální možná míra transparentnosti a následné právní ochrany novým majitelům (nabyvatelům). V opačném případě by se stát totiž vystavoval nezměrnému riziku žalob o zneplatnění prodejů a majetkových transakcí.

- **Česká konsolidační agentura** - ČKA vznikla 1. září 2001 na základě zákona č. 239/2001 Sb., o České konsolidační agentuře jako právní nástupce Konsolidační banky Praha, státního peněžního ústavu. Hlavními činnostmi Agentury byla správa a realizace nízkobonitních pohledávek převzatých a odkoupených podle vládních rozhodnutí od obchodních bank a společností v tíživé finanční situaci. Dalšími činnostmi Agentury jsou restrukturalizační programy, financování a podpora projektů stanovených rozhodnutím vlády a neposlední řadě bylo úkolem ČKA převzetí majetkových účastí státu a jejich následné prodání na trhu, případně převést tyto dluhy na majetkové podíly. Zdeněk Čáp, předseda představenstva (2007) uvádí se, že na ČKA byla v letech 1991-2007 převedena aktiva v hodnotě 590 mld. Kč. Tyto ztráty (viz. graf č. 25) plynou z nákupu špatných úvěrů, které byly financovány z dluhopisů vydaných ČKA a byly součástí deficitů veřejných rozpočtů. Čáp (2007) uvádí, že náklady na sanaci a transformaci českého bankovního sektoru dosáhly 352 mld. Kč.

Graf 25: Hospodářský výsledek ČKA



Zdroj: ČKA – Výroční zpráva 2007

Agentura zanikla 31. prosince 2007 na základě zákona č. 239/2001 Sb. bez likvidace. Právním nástupcem České konsolidační agentury je stát zastoupený Ministerstvem financí České republiky.

Jak je vidět tyto transformační a konsolidační náklady zcela vyčerpaly eventuální příjmy z prodeje státního majetku, a proto nelze s nějakými dalšími obdobnými zdroji pro akumulaci kapitálu v SWF uvažovat.

Dalším studiem SZÚ (2008) jsem zjistil další relativně podstatné nedaňové příjmy (možné příjmy pro účel „akumulace kapitálu“ do SWF) např. splátky půjčených prostředků, příjmy z úroků z poskytnutých úvěru ČKA popř. z pronájmu majetku spadající do gesce **Úřadu pro zastupování státu ve věcech majetkových** (ÚZSVM). Uvedené tzv. ostatní nedaňové příjmy činily za rok 2008 **0,4 mld. Kč**. Z logiky věci by i tyto příjmy pro výše uvedený účel by měly být také zahrnuty.

4.4 Příjmy fondu – devizové rezervy ČNB

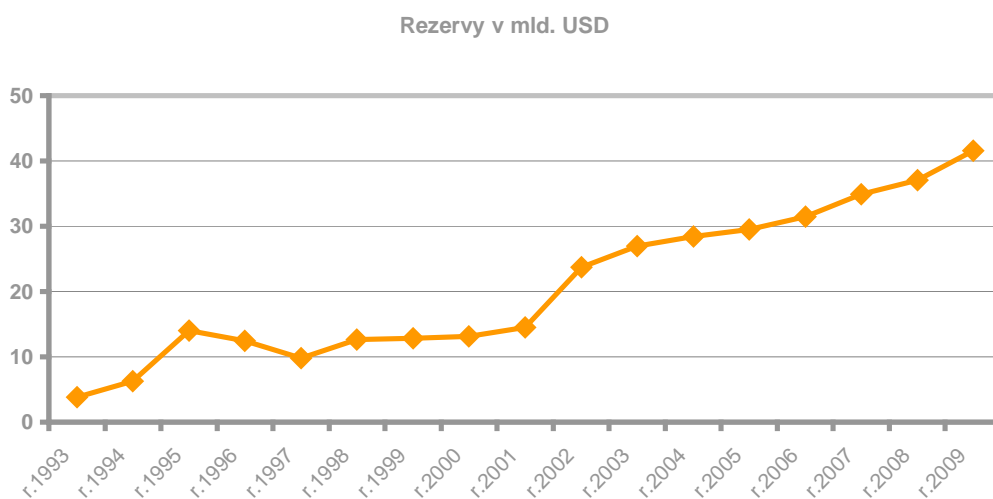
Druhým způsobem akumulace kapitálu do SWF jsou devizové přebytky platební bilance. Tímto způsobem je kapitál akumulován zejména v čínských SWF (např. fondy CIC a SAFE) nebo Singapurským fondem Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd (GIC). Tento zdroj financování využívají státy, které nemají k dispozici zdroje komoditní, avšak mají pozitivní

saldo platební bilance. To především znamená, že finanční objem jejich vývozu zboží a služeb významně převyšuje objem jejich dovozu. Obdobná situace je v České republice.

Centrální banky tyto devizové rezervy drží především proto, aby v případě potřeby (neočekávaných výkyvů), udržely stávající kurz domácí měny vůči měnám zahraničním. Aby při náhlé kursové fluktuace mohli adekvátně reagovat a tím mohly zabránit poškozování domácích producentů.

I v tomto případě považuji za vhodné pro akumulaci kapitálu českého SWF tohoto zdroje využít. Jak je vidět na grafu č. 26, devizové rezervy ČNB jsou trvale v přebytku a jejich celková hodnota má neustále rostoucí trend. K 31.12.2009 byly celkové devizové rezervy ČNB deklarovány ve výši 41,611 mld. USD.

Graf 26: Devizové rezervy vykazované ČNB



Zdroj: ČNB 2010

Při detailnější pohledu na strukturu devizových rezerv České národní banky (viz. Příloha č. 5) zjistíme, že (data k 30. červnu 2010) pro naše potřeby můžeme uvažovat s devizovými prostředky uloženými v cenných papírech. V tomto případě se jedná o obdobnou formu zhodnocení/investice s kterou uvažuji v souvislosti se SWF. Byť detailní složení portfolia těchto cenných papírů mi není známo, předpokládám, že ČNB se v tomto případě chová jako velmi konzervativní investor, a proto v jejím portfoliu najdeme především státní dluhopisy a velmi likvidní akcie nadnárodních koncernů a bank. Pravděpodobně by se tedy jednalo pouze o formální úpravu statusu takto

investovaných prostředků tak, aby je bylo možné začlenit do aktiv zakládaného fondu. Celková částka takto vykazovaných finančních prostředků v bilanci ČNB je 34, 816 mld. USD. Dle aktuální zprávy o Vývoji platební bilance: „Jen za první čtvrtletí roku 2010 vzrostly devizové rezervy o 6,8 mld. Kč vlivem kladného salda transakcí prováděných pro klienty ČNB a výnosů z investování devizových rezerv.“ Při přepočtu v aktuálním kurzu USD/CZK (12.7.2010 – 20,138) se jedná o objem finančních prostředků ve výši cca **700 mld. Kč**.

4.5 Příjmy fondu – Government Linked Company (státní podniky)

Posledním zdrojem akumulace kapitálu SWF jsou státní podniky, podniky s majetkovou účastí státu respektive užití jejich zisků a dividend.

Typickým představitelem fondu, jehož úkolem je získávat zdroje a zvyšovat své bohatství prostřednictvím dividend a zisků společností, kde má vliv resp. majetkovou účast, popř. odprodejem svých podílů je Singapurský fond Temasek.

V prostředí České republiky v navrhovaném modelu vycházím z výše popsané situace. Jako zdroje kapitálu formou GLC v následujících odstavcích uvádím konkrétní společnosti, které jsou z tohoto pohledu více či méně významné. S ohledem na uvažované finanční objemy nepovažuji případné jiné příjmy za tak významné, aby se jimi tato práce zabývala. Velmi pravděpodobně by vlastní administrace byla v tomto případě nákladnější, než-li samotný výnos. Za dolní hranici příjmu jsem si stanovil částky v objemu cca 1/10 miliardy.

Jenom pro úplnost, práce si v této části neklade za cíl hodnocení managementu, výnosovosti a jiných podnikových ukazatelů. Pro „potřeby“ fondu bude pro mne v tuto chvíli podstatný aktuální výsledek hospodaření popř. nerozdělené zisky minulých období.

4.5.1 ČEZ, a.s.

Společnost, která bude hrát nejvýznamnější roli v akumulaci kapitálu do SWF je společnost ČEZ a.s. (viz. Příloha č. 7). Sám bývalý ministr financí E. Janota v nedávném rozhovoru týkající se „naplňování“ privatizačního účtu konstatoval, že: „Nejvýznamnějším příjmem a vlastně příjmem jediným jsou dividendy společnosti ČEZ...“

Skupina ČEZ se řadí k 10 největším energetickým uskupením v Evropě, a to jak z hlediska instalovaného výkonu, tak podle počtu zákazníků (podle žebříčku TOP 100 se společnost za rok 2009 stala ve srovnání tržeb největší společností v České republice). Ve střední Evropě zaujímá přední pozici i na trhu s elektřinou a je uskupením s mezinárodní působností sdružujícím téměř 120 českých a zahraničních společností. Hlavní předmět podnikání koncernu tvoří výroba, obchod a distribuce v oblasti elektrické i tepelné energie a těžba uhlí. Akcie mateřské společnosti ČEZ, a. s., se obchodují na pražské a varšavské burze cenných papírů, kde jsou i významnou součástí burzovních indexů. Nejvýznamnějším akcionářem společnosti ke dni 31. 12. 2009 je Česká republika s podílem na základním kapitálu 69,37 %.

Výroční zpráva 2009 společnosti deklaruje konsolidované výnosy skupiny ve výši 196 mld. Kč, zisk po zdanění ve výši 51,9 mld. Kč a hrubou dividendu na jednu akcii ve výši 50 Kč. To znamená při podílovém přepočtu, že stát jako akcionář obdrží za rok 2009 dividendu ve výši cca **18,4 mld. Kč**.

Graf 27: Výsledky hospodaření Skupiny ČEZ v mld. Kč



Zdroj: ČEZ – VZ 2009

Pro naše účely dalším podstatným údajem je i údaj o nerozdělení zisku za minulá období, která je ve výroční zprávě 2009 uveden ve výši **128,8 mld. Kč**. Vláda doposud veškeré tyto příjmy používala zejména na saturaci již zmiňovaných mimo rozpočtových fondů (zejména SDFI) a různé populistické jednorázové výdaje. Nicméně často deklarovala, že toto je jediný relevantní příjem a ten by měl být použit jako zdroj v rámci důchodové reformy. Bohužel praxe je doposud jiná. Já se však domnívám, že současný způsob finančních operací stejně není optimální, a že by mimo rozpočtových kapitol mělo být co nejméně (s co nejmenším objemem peněz). Tzn. veškeré zdroje by měly procházet přes stání rozpočet. Na druhou stranu chápu proč vláda takto

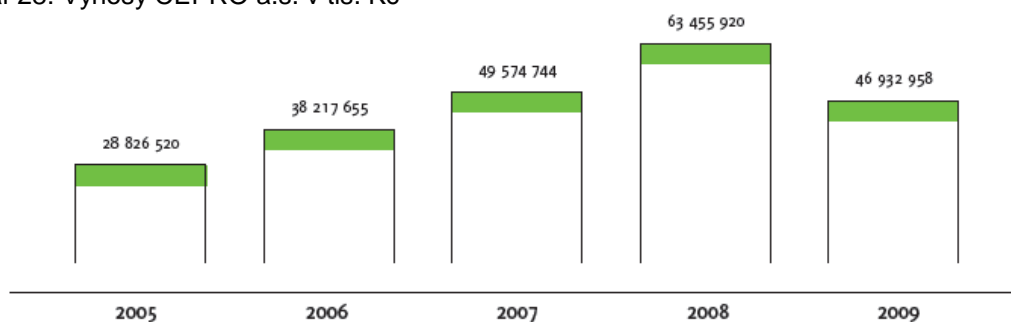
postupuje. Tyto zdroje jdou totiž mimo kontrolu Parlamentu ČR a tím pádem má vláda pro manipulaci s těmito zdroji větší prostor.

Samozřejmě, pokud by se tyto zdroje převedly do SWF, musela by vláda financování mimo rozpočtových fondů řešit jinak. Je to otázka priorit, zda postavíme v následujícím období více kilometrů dopravní infrastruktury nebo budeme řešit důchodovou reformu. Vzhledem k tomu, že v minulém období šlo do dopravní infrastruktury téměř 100 mld. Kč investic ročně, já osobně pro následující období preferuji řešit důchodovou reformu. Jde o to nastavit kompromisní model, např. 50/50.

4.5.2 ČEPRO a.s.

Státem sto procentně vlastněná akciová společnost ČEPRO a.s. patří objemem svých výnosů mezi nejvýznamnější podniky v České republice (podle žebříčku TOP 100 společnosti ČEPRO s ohledem na výši tržeb za rok 2009 ji patří 9. místo.). Akciová společnost ČEPRO, a.s., vznikla privatizací bývalého státního podniku Benzina v roce 1993. Hlavní činností společnosti je přeprava, skladování a prodej ropných produktů a také provozování sítě čerpacích stanic EuroOil. Poskytuje též přepravní, skladovací a speciální služby třetím subjektům. Společnost se dále ve své činnosti též zabývá ochraňováním zásob Správy státních hmotných rezerv.

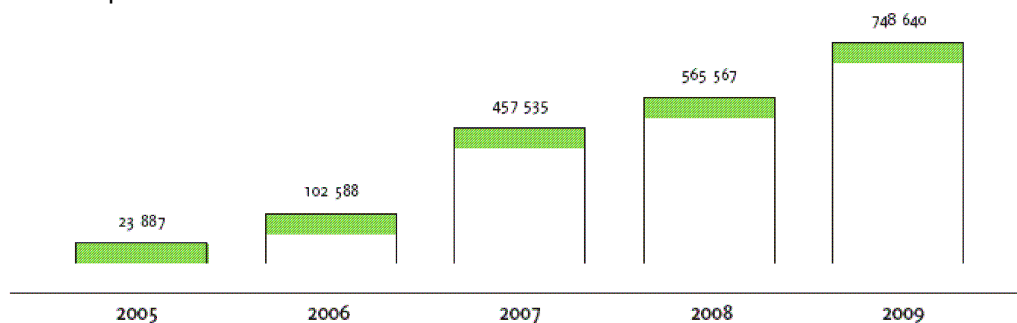
Graf 28: Výnosy ČEPRO a.s. v tis. Kč



Zdroj: ČEPRO – VZ 2009

Ve výroční zprávě 2009 je uvedeno, že společnost dosáhla hospodářského výsledku před zdaněním ve výši 0,75 mld. Kč. I přes určitý pokles tržeb má však objem zisku před zdaněním rostoucí trend.

Graf 29: Zisk před zdaněním ČEPRO a.s. v tis. Kč



Zdroj: ČEPRO – VZ 2009

Z našeho pohledu je důležitější hospodářský výsledek po zdanění a ten je ve výši **0,55 mld. Kč**.

Navíc při pohledu do bilance podniku je zde uveden též nerozdělený hospodářský výsledek minulých období ve výši **0,49 mld. Kč**.

4.5.3 MERO ČR, a.s.

MERO ČR, a. s. (mezinárodní ropovody), vlastník a provozovatel české části ropovodu Družba a ropovodu IKL, je jediným přepravcem ropy do České republiky a nejvýznamnější společností zajišťující skladování nouzových strategických zásob ropy. Oba ropovody vstupují do Centrálního tankoviště ropy Nelahozeves, kde společnost vybudovala celkem 14 ropných nádrží s celkovou skladovací kapacitou 1 300 000 m³. Společnost MERO ČR, a. s., vznikla k 1. lednu 1994 sloučením PETROTRANS, a. s., Kralupy nad Vltavou a MERO IKL, a. s., Kralupy nad Vltavou. 100% vlastníkem společnosti je prostřednictvím Ministerstva financí Česká republika.

Společnost MERO ČR, a.s. ve svých výkazech (Výroční zpráva 2009) uvádí za rok 2009 při tržbách 1,89 mld. Kč čistý zisk po zdanění ve výši **0.26 mld. Kč**. Ve své konsolidované bilanci dále uvádí nerozdělený zisk minulých období ve výši **1,36 mld. Kč**. Za rok 2009 byly také vyplaceny dividendy ve výši 0,13 mld. Kč.

4.5.4 Letiště Praha, a.s.

Další společností, která mě z pohledu potenciální akumulace kapitálu do zřizovaného SWF zajímá je další státem 100% vlastněná společnost a tou je společnost Letiště Praha a.s.. Společnost Letiště Praha, a. s. vznikla v únoru 2008 v rámci privatizační transformace ze státního podniku Správa Letiště

Praha, s.p. K 1. 12. 2008 došlo v souladu s usnesením vlády České republiky číslo 888 ze dne 9. července 2008 k vložení téměř veškerého majetku státního podniku Správa Letiště Praha s.p. do základního kapitálu akciové společnosti Letiště Praha. Letiště Praha, a. s., je provozovatelem nejvýznamnějšího mezinárodního letiště v České republice a druhého největšího ve střední a východní Evropě.

Za roky 2008 a 2009 nebyly Výroční zprávy uveřejněny a tak vycházím z obecnějšího materiálu „Profil společnosti 2008-2009“. Zde jsou uvedeny hospodářské výsledky za rok 2008. Společnost za toto období vykazuje hospodářský výsledek po zdanění ve výši **1,2 mld. Kč**. Hodnotu nerozděleného zisku z minulých období uvádím z bilance ze starší Výroční zprávy (2007), její hodnota je **6,8 mld. Kč**.

4.5.5 Lesy ČR, s.p.

Lesy České republiky, státní podnik (LČR) byly založeny dne 1.1.1992 Ministerstvem zemědělství České republiky. Hlavní náplní činnosti podniku je obhospodařování více než 1,3 mil. ha lesního majetku ve vlastnictví státu (téměř 86 % rozlohy všech státních lesů) a péče o téměř 20 tisíc km určených vodních toků.

Výroční zprávy společnosti však nejsou veřejně k dispozici a bohužel ani na základě mé osobní žádosti s odvoláním na zákon O poskytování informací č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu k informacím, ve znění pozdějších předpisů nebyly požadované materiály doposud předloženy a proto v tomto případě mohu pracovat pouze se svým expertním odhadem vycházejícím z obecně dostupných informací, popř. z jiných zdrojů (v tomto případě ze statistiky TOP 100).

Hospodářský výsledek 2009 (po zdanění?) společnosti je deklarován ve výši **0,8 mld. Kč** při tržbách 7,8 mld. Kč. Bohužel tento údaj (HV) nelze nijak dále analyzovat (kolik z HV činí vlastní činnost a jaký vliv mají na výsledek např. dotace apod.) Na webových stránkách společnosti v sekci pro odbornou veřejnost lze nalézt informace: „... díky kterým se můžete podívat do nitra lesů ČR (sic).“ Pravděpodobně však v tomto případě jsou odbornou veřejnosti myšleni pouze lesníci či myslivci.

4.5.6 Státní podnik DIAMO Stráž pod Ralskem

Komoditní zdroj (těžba a prodej uranové rudy) státní podnik DIAMO Stráž pod Ralskem. Z Výroční zprávy společnosti za rok 2007 vyplývá, že výnosy z běžné činnosti, tj. z těžby uranové rudy jsou ve výši **0,86 mld. Kč**. Nicméně v rozvaze za rok 2007 společnost uvádí neuhrazenou ztrátu v běžném účetním období ve výši 1,81 mld. Kč. Společnost kromě své vlastní činnosti (těžba rudy) zejména prostřednictvím dotaci též provádí likvidaci, sanaci a útlum těžebních revírů, ekologických a jiných škod způsobené těžbou uranu z minulého období (celková dotace za rok 2007 je v VZ vyčíslena na 3,04 mld. Kč). S ohledem na tyto skutečnosti je diskutabilní, zda tato forma dotování (účetní transakce) sanací přes podnik DIAMO je optimální. V každém případě hospodářský výsledek společnosti je tímto značně ovlivněn. Hodnocení této skutečnosti však není předmětem této práce a já proto pro zjednodušení vycházím z výnosu, tak jak je uvedeno výše.

4.5.7 Budvar

Obdobně jako v případě společnosti Lesy ČR, s.p. Výroční zprávy společnosti nejsou veřejně k dispozici a bohužel ani na základě mé osobní žádosti s odvoláním na zákon O poskytování informací č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu k informacím, ve znění pozdějších předpisů nebyly požadované materiály doposud předloženy a proto v tomto případě mohu pracovat pouze se svým expertním odhadem vycházejícím z obecně dostupných informací.

Vycházím tedy z marketingových údajů uvedených na domovských webových stránkách. Společnost v roce 2009 vykazuje tržby ve výši 2 mld. Kč. Zisk před zdaněním za rok 2009 je prezentován ve výši **0,3 mld. Kč**.

4.5.8 Pozemkový fond

Mezi GLC zahrnuji i Pozemkový fond. Byť se jedná o netypický případ. PF je mimorozpočtovou entitou (obdobně jako například Státní fond dopravní infrastruktury nebo Státní fond rozvoje bydlení a nebo Státní fond životního prostředí a další). Nicméně z titulu „správce a privatizátora“ majetku státu myslím, že zde má své místo.

Pozemkový fond České republiky (PF) vznikl dne 1. 1. 1992 na základě zákona č. 569/1991 Sb., o PF ČR.

PF ČR má ve své správě státní zemědělské nemovitosti (budovy, jiné stavby a pozemky), které sloužily ke dni účinnosti zákona o půdě zemědělské, popř. lesní výrobě, vyjma nemovitostí zákonem výslovně ze správy vyloučených. K 31. 12. 2008 PF ČR takto spravoval zemědělskou půdu o celkové rozloze 323 tis. ha (tj. o 45,8 tis. ha méně než v závěru roku 2007) a ostatní majetek (budovy a stavby) v zůstatkové hodnotě **3,0 mld. Kč**.

Z Výroční zprávy PF vyplývá, že příjmy PF ČR za rok 2008 činily 2,6 mld. Kč a výdaje činily 1,4 mld. Kč. Stav finančních prostředků PF ČR k 31. 12. 2008 dosáhl výše **4,4 mld. Kč**.

4.6 Model financování SWF a jeho přínos k růstu bohatství

Na základě předchozích analýz si lze udělat poměrně konkrétní představu o zdrojích odkud fond „naplnit“. Netvrdím, že veškeré zmiňované zdroje by bylo nezbytné do fondu transferovat (bezpochyby je nutné k těmto transferům přistupovat individuálně a s rozmyslem, aby nebyl podvázán budoucí rozvoj zmiňovaných společností), ale má-li být fungování fondu „významné“ je nezbytné akumulovat opravdu dostatečné finanční prostředky: A aby měl fond nějakou relevantní sílu doporučuji, aby jeho „Assets“ (spravovaná aktiva) byla alespoň někde na úrovni **30 mld. USD** (srovnej fondy Francie, Irsko, Kazachstán).

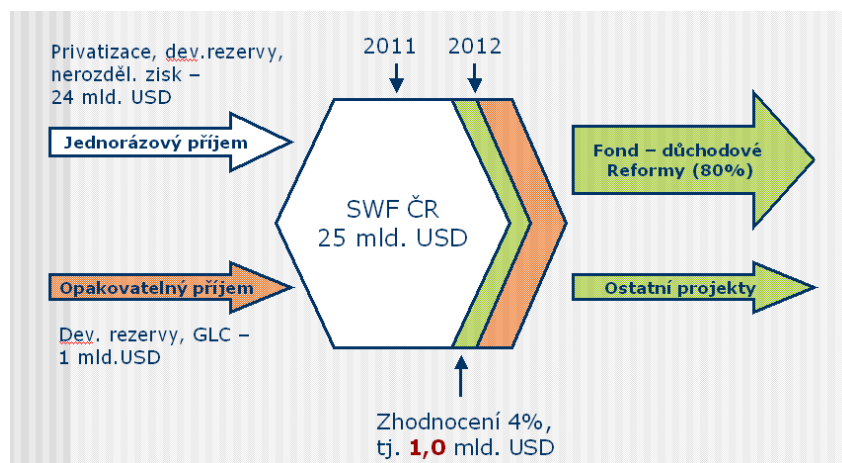
Pro iniciaci vzniku fondu resp. pro primární akumulaci kapitálu fondu navrhuji zjednodušeně transferovat výše uvedené prostředky např. následujícím způsobem:

1. FNM - 29,7 mld. Kč (prodej „nestrategických“ podniků)
- 15,7 mld. Kč (zůstatek Privatizační účet)
2. ÚZSVM - 0,8 mld. Kč (nedaňové příjmy)
3. ČNB - 350 mld. Kč (devizové rezervy uložené v cenných papírech – 50%)
4. ČEZ, a.s. - 18,4 mld. Kč (dividenda 2009)
- 65,0 mld. Kč (nerozdělený zisk – 50%)
5. ČEPRO, a.s. - 0,3 mld. Kč (hospodářský výsledek 2009 – 50%)
- 0,2 mld. Kč (nerozdělený zisk MO – 50%)
6. MERO, a.s. - 0,1 mld. Kč (dividenda 2009)

- 0,7 mld. Kč (nerozdělený zisk MO – 50%)
- 7. Letiště Praha - 0,6 mld. Kč (zisk 2008 – 50%)
 - 3,4 mld. Kč (nerozdělený zisk MO – 50%)
- 8. Lesy ČR - 0,4 mld. Kč (zisk 2009 – 50%)
- 9. DIAMO, s.p. - dokud nebude vyjasněna úloha společnosti v oblasti sanací a pod., transfer zisku nepřichází v úvahu
- 10. BUDVAR - 0,1 mld. Kč ((zisk 2009 po zdanění – 50%)
- 11. PF - 3,0 mld. Kč (odprodej zbývajících majetku)
 - 4,4 mld. Kč (transfer fin. prostředků z účtu fondu)

Z výše uvedené sumarizace vyplývá, že jako inicializační kapitál fondu je možno použít finanční prostředky ve výši cca **492,8 mld. Kč** (24,5 mld. USD).

Graf 30: Model financování SWF ČR – rok I.



Zdroj: Vlastní model

A dále navrhuji pro příští období, fixovat příjem (každoroční) fondu zákonnou úpravou např. ve výši **50%** z příjmů, výnosů nebo dividend GLC. Což by každoročně mohlo zvyšovat kapitál SWF o cca dalších 20 mld. Kč. A při definované roční hladině výkonnosti (např. ve výši 4% - jako norský GPF), je možné v první roce fungování fondu počítat v absolutní hodnotě s příjmem ve výši cca **20 mld. Kč**. Což v případě letošního (2010) státního rozpočtu ČR činí téměř 2% příjmu navíc. A v letech následujících by se tento příjem zvyšoval (v závislosti na objemu drženého kapitálu) o dalších **8 mld. Kč**. V tomto modelu dále navrhuji rozdělení výnosů podle následujícího klíče:

- Důchodová reforma (penzijní účet) – 80%
- Ostatní fondy (např. po vzoru Temasek) – 20%

4.6.1 Statut fondu ve finančním systému

Status, jak bylo uvedeno dříve, z důvodu pojistky, proti jakýmkoliv politickým tlakům a z důvodu zajištění dlouhodobé neměnnosti daných podmínek, navrhuji řešit ústavním zákonem. Fond doporučuji zcela odloučit od státního rozpočtu. Jeho bilanci vést samostatně pouze ji vykazovat jako součást konsolidované bilance ČNB. Hovořím-li o statusu fondu jako mimo rozpočtové kapitole nemám na mysli mimo rozpočtové fondy viz. výše uvedené (SFDI apod.).

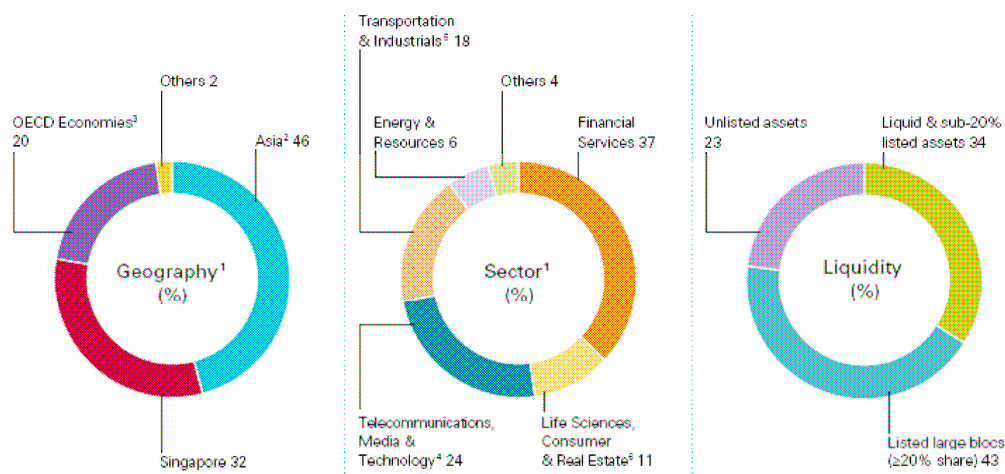
Financování fond v kontextu uvedených definic navrhuji jako „hybridní“ model, tzn. částečným zdrojem by byly devizové rezervy držené státní bankou a dále příjmy z GLC.

Za podmínku optimálního fungování považuji maximální důraz na politickou nezávislost a expertní vedení (vč. najmutí zahraničních expertů). Nastavení jednoznačných a transparentních pravidel akumulace kapitálu, podmínek a účelu použití výnosů je dalším klíčovým faktorem. Konečnou zodpovědnost za řádný chod a optimální výkonnost resp. kontrolní funkci však musí mít, tak jako v Norsku, Parlament ČR. V podmínkách politické kultury a politické „odbornosti“ v ČR považuji tuto podmínku za kritickou.

4.6.2 Investiční strategie a výkonnost fondu

Investiční strategie musí jednoznačně odpovídat konzervativní strategii dlouhodobého investičního horizontu. GPF investuje (60%) do velmi likvidních akcií nadnárodních společností strategického významu a do bonitních likvidních dluhopisů (40%) podobně i Singapurský fond Temasek (viz. graf č. 31).

Graf 31: Investiční portfolio fondu Temasek



Zdroj: Temasek – Annual report 2010

Pozn.:

Liquid & sub-20% listed assets – Aktiva obchod. na burze (majetkový podíl menší než 20%)

Listed large blocs (>20% share) – Aktiva obchod. na burze (majetkový podíl rovný a větší než 20%)

Unlisted assets – Aktiva neobchodovaná na burze

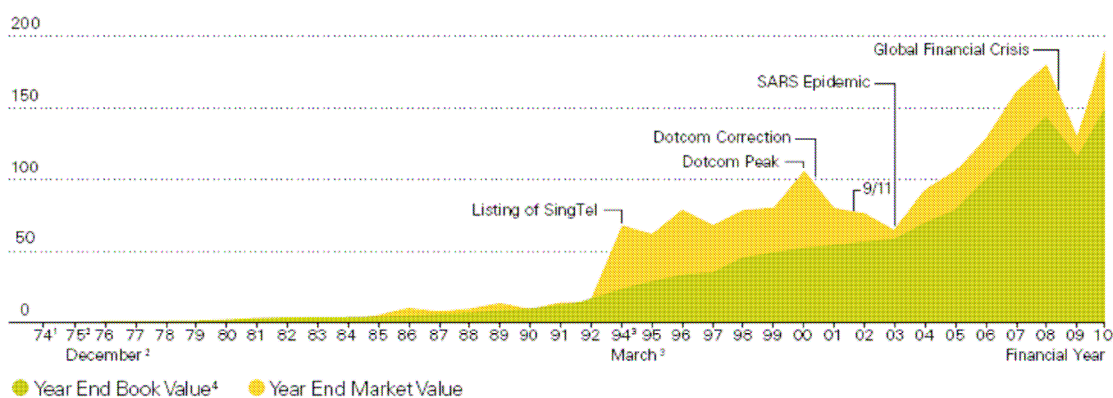
V otázce hodnocení výkonnosti fondu opět jednoznačně doporučuji metriky používané:

1. Norským fondem GPF - benchmarking výnosovost srovnatelného investičního portfolia obdobné finanční instituce; pokud je výnosovost SWF nižší nese odpovědnost výkonný management
2. Singapurským fondem Temasek – metoda Total Shareholder Return (TSR). TSR je složený roční výnos. TSR měříme prostřednictvím tržní hodnoty a hodnoty akciových fondů. TSR podle tržní hodnoty vychází ze změny tržní hodnoty portfolia, vyplacených dividend a čisté akvizice nového kapitálu. TSR podle akciových fondů se řídí podle ziskovost (výnosnosti) daného portfolia.

4.6.3 Hodnota fondu a vliv na růst bohatství

Vycházíme z výnosů fondu, účetní a tržní hodnoty drženého portfolia a vlastní tržní hodnoty fondu/* . Pro ilustraci uvádím časový vývoj hodnoty portfolia fondu Temasek od jeho založení v roce 1974, tak jak je uvedena ve Výroční zprávě 2010 (účetní období v Singapuru končí 31. března – pozn. autor).

Graf 32: Hodnota portfolia fondu Temasek v mld. USD



Zdroj: Temasek – Annual report 2010

Pozn.:

Year End Book Value – Účetní hodnota drženého portfolia

Year End Market Value – Tržní hodnota drženého portfolia

/* pokud například dojde k emisi vlastních dluhopisů SWF – viz. Temasek Bond

Vliv na „růst bohatství“ mají pravidla odvodu výnosů. V tomto případě navrhuji dva způsoby, které opět vycházejí s pravidel fungování zmiňovaných fondů GPF a Temasek:

1. GPF – pokud roční výnos fondu přesáhne 4%, může být tento výnos použit na sanaci strukturálního deficitu státního rozpočtu.
2. Temasek – distribuci a alokaci svého bohatství řeší prostřednictvím speciálně zřízeného subjektu Temasek Trust (Příloha č. 8). Temasek Trust byl založen v roce 2007 jako samostatný subjekt, který má za úkol dohled na správu nadací a darů. Do trustu jsou převáděny zisky a výnosy fondu, který je dále rozděluje do následujících neziskových organizací:
 - Singapurský technologický nadační program (Singapore Technologies Endowment Programme); STEP podporuje svými stipendii ve vysokoškolské studiu vědce z Indonésie, Malajsie, Srí Lanky, Singapuru a Vietnamu na vysokých školách a polytechnice v Singapuru
 - Singapurská výroční nadace (Singapore Millennium Foundation); SMF uděluje stipendia na výzkumné programy v různých oblastech jako např. vědy o životním prostředí, obnovitelných zdrojích a vody, v přírodních vědách a fyzice a ve vědách o materiálech
 - Temasek – Laboratoř pro výzkum života (Temasek Life Sciences Laboratory); TLL je nezisková organizace na podporu výzkumu v molekulární, biotechnologické a genetické oblasti
 - Nadace Temasek (Temasek Foundation); TF se zaměřuje na podporu rozvíjení lidských schopností, podporu správy věcí veřejných a poskytování pomoci při katastrofách.
 - Temasek Cares; TC si klade za cíl zajištění důstojnosti a obživy znevýhodněných obyvatel Singapuru a jejich začleňování do většinové společnosti

Aby hodnota fondu nebyla odvozena pouze z hodnoty portfolia spravovaných akcií, navrhuji, obdobně jako v případě fondu Temasek, po určitém období (2-3 roky až se fond zavede) emisi vlastních dluhopisů fondu. Vývoj hodnoty těchto dluhopisů bude následně jednoznačně odrážet tržní hodnotu fondu a tím bude

zajištěna objektivní kontrola (hodnocení) výkonnosti. V tomto případě jednoznačně doporučují využít metodiky TSR.

4.7 SWF a důchodová reforma

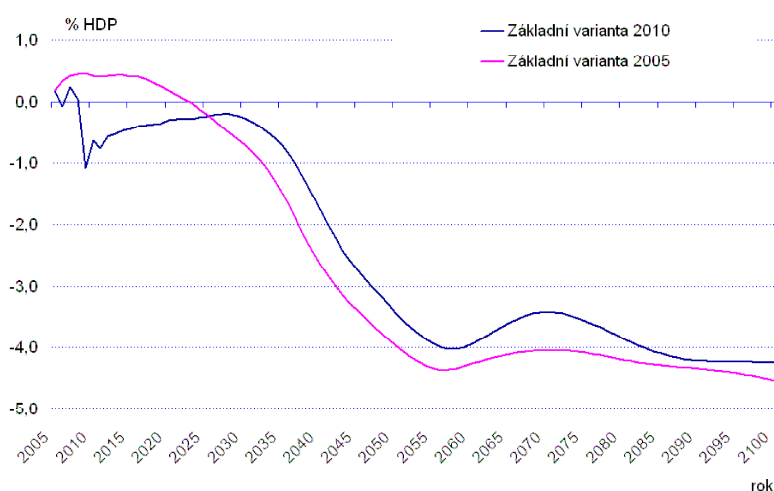
„Veškeré privatizační příjmy a dividendy státních firem budou směřovány na reformu důchodového systému. Tyto prostředky budou vázány na zvláštním účtu státních finančních aktiv.“ (Koaliční smlouva mezi ODS, TOP 09 a VV, 12. července 2010, str. 5.).

Otázka změny důchodového systému není nová, již od roku 2005, kdy byla poprvé ustavena tzv. první „Bezděkova komise“ je otázka nezbytnosti změn v systému stále diskutovanějším tématem.

Poradenský expertní sbor (PES) byl založen v lednu 2010 ministry financí a práce a sociálních věcí s cílem aktualizovat projekci státního důchodového systému a doporučit změny v důchodovém systému, které by jej učinily středně a dlouhodobě odolnější vůči různým rizikům.

„Nová projekce státního důchodového pilíře (PAYG) potvrdila trendy zjištěné již v předchozích letech. PAYG je v dnešní podobě a parametrech dlouhodobě neudržitelný a vede k deficitům kolem 4% HDP ročně.“ [Závěrečná zpráva PES, červen 2010, str. 1].

Graf 33: Základní varianta 2005 a 2010, saldo % HDP ročně



Zdroj: Závěrečná zpráva PES, červen 2010

Cílem této práce není posuzovat odborné návrhy týkající se změny důchodového systému v České republice, ale v souladu s vládní politikou a závěry PES jednoznačně podpořit užití výnosu SWF primárně k sanaci důchodového systému.

Je-li predikce deficitu díky tomu, že se stávající důchodový systém nezmění, 4% HDP, pak jednoznačně podporuji tezi, že se jedná o jednu z top priorit, kterou je nezbytné neprodleně řešit dokud ještě nějaké potenciální zdroje jsou...

Mnou navrhované řešení je oproti vládní variantě rozdílné v tom, že:

1. Nejedná se pouze o příjmy z privatizace, ale je částečně využito i devizových rezerv ČNB.
2. Příjmy nebudou pouze „vázány na zvláštním účtu“, ale budou vloženy do transparentního Státního suverénního fondu, prostřednictvím něhož budou zhodnocovány na trhu.
3. A teprve až tyto výnosy fondu budou využity k sanaci vládní důchodové reformy.

V případě vládního návrhu se totiž jedná o krátkodobé řešení (příjmy z privatizace jsou jednorázovými příjmy) a jak jsem ukázal výše, jedinými relevantními příjmy z dividend jsou příjmy z ČEZ, a.s.. Při tomto modelu financování by pravděpodobně mohlo dojít k brzkému vyčerpání zdrojů. Navíc toto řešení opět skrývá nebezpečí politického „vyžití“ zdrojů k jiným účelům. Tzn. spatřuji dvě klíčová rizika:

1. Riziko nejistota dlouhodobého zajištění příjmů
2. Riziko politické vlivu

Tato rizika jsou díky zřízení státního suverénní fondu eliminována. Z těchto důvodů preferuji pro zabezpečení saturace důchodového systému formu SWF oproti v Evropě ve větší míře využívané formě Státních penzijních fondů (PPRF).

5 Závěr a doporučení

Státní suverénní fondy jsou jedním z významných finančních nástrojů, které státy používají ke zhodnocování svých volných veřejných zdrojů. V odborné světové literatuře jsou SWF považovány za fenomén, který bude hrát stále větší roli v globální ekonomice. Jejich chování možná není vždy vnímáno zcela pozitivně a možná i s určitou obavou z jejich zastřené vlivu, který nemusí být vždy jenom ekonomický. Ale vyspělé státy a jejich vlády o tomto finančním nástroji stále více uvažují. Nedívají se totiž na něj primárně jako na nástroj ovládnutí zahraničních strategických podniků, ale jako nástroj šetrného hospodáře.

Z pohledu České republiky míru dominance fondu ve světové ekonomice nepovažují za rozhodující. Práce má za cíl zabývat se spíše vlivem na ekonomiku domácí. Proto jsou jako následováníhodné příklady uvedeny fondy z Norska a Singapuru. Za klíčové zcela jednoznačně považují dva aspekty fungování fondu:

1. Dlouhodobý horizont investování fondu (10-20 a více let)
2. Nezávislost na politickém prostředí

Jsem přesvědčen, že právě tyto dva aspekty zajistí potřebný mezigenerační transfer bohatství a umožní optimalizovat veřejné zdroje, kterých nikdy nebude dostatek. Zodpovědné vlády vědí, že tlak na krátkodobé využití zdrojů je neustálý a enormní, a že prosazování úsporných resp. efektivních opatření zároveň je stále obtížnější. Stále se vedou diskuse o „uzákonění“ (v Ústavě) o vyrovnanosti rozpočtů, což by mělo do budoucna garantovat střídmost v nakládání s veřejnými financemi. Nejsem zcela příznivcem tohoto řešení, samozřejmě záleží na konkrétních podmínkách (švýcarský model je v současnosti pravděpodobně optimální). Já se však domnívám, že cesta uzákonění SWF (tak jak je navrženo v práci) je cestou jednodušší.

Dalším velmi důležitým faktorem, se kterým se státní rozpočet v České republice potýká jsou také různé mimorozpočtové fondy (SFDI apod.), jejichž management spadá do odpovědnosti vlády a jejich financování je jedno velké politikum. SWF bude lepším nástrojem. Aby však mohl optimálně plnit svoji úlohu musí být finanční transfery pro akumulaci kapitálu nastaveny maximálně

transparentně a jednoznačně, s předem jasnými pravidly, která se nebudou moci jednoduše dát měnit.

A stejně tak jako Norsko má jednoznačně nastavená pravidla a podmínky užití výnosů ze SWF je nutné, aby i v tomto případě byla pravidla nastavena zcela jasně.

Smysl zřízení fondu ještě více vynikne, pokud připustíme myšlenku, že vláda prosadí penzijní reformu (dle mého soudu jí nic jiného nezbyvá). A občané si budou prostřednictvím soukromého pilíře, dle návrhu PES, povinně spořit 3% ze mzdy. Ročně by se tím mělo vybrat cca 30 mld. Kč. V tomto okamžiku bude potřeba řešit dvě otázky:

1. V počátku rozjezdu změny důchodového systému vznikne na stávajícím důchodovém účtu deficit. Dnešní důchodci budou muset své důchody dostávat i nadále beze změny a v prvním pilíři vznikne strukturální deficit a
2. Prostředky uložené do druhého pilíře bude potřeba vhodně investovat. PES ve své zprávě uvádí jako „organizačně“ nejjednodušší řešení vybírat prostředky i na dále prostřednictvím České správy sociálního zabezpečení (ČSSZ). ČSSZ má aparát i systémy na zpracovávání této velmi složité agendy a má-li být navíc zachována anonymita jako jedna z podmínek fungování nového systému je tento návrh opravdu vhodný.

Co se týče následného způsobu investice, by měly takto vybrané prostředky být prostřednictvím ČSSZ posílány „do rukou soukromých společností, bank a fondů se speciální licencí“ (Závěrečná zpráva PES, červen 2010). S touto druhou částí úvahy ne zcela souhlasím. Rozumím-li tomu dobře, měla by ČSSZ mít novou roli. Rozhodovat o způsobu investování za pojištěnce. Na tyto úkoly však nemá v současné době lidi a ani příslušné systémy. Jsou-li dnes roční náklady na provoz ČSSZ ve výši 6,4 mld. Kč (!), obávám se, že přidáním takovéto nové agendy se náklady klidně mohou zdvojnásobit a navíc nebude zajištěna dostatečná míra transparentnosti a únosná míra investičního rizika.

Pokud vznikne SWF, ČSSZ nemusí ve své agendě otázku investic řešit. Pojištěncům, kteří nebudou-li vědět jak investovat nebo se nebudou chtít touto otázkou zabývat, může tyto vložené prostředky ČSSZ jednoduše a s minimem dodatečných (provozních) nákladů transferovat do SWF, kde bude zajištěn

téměř bezrizikový výnos. Pro tento případ navrhuji řešení investicí do vlastních dluhopisů fondu, které by fond za tímto účelem emitoval (viz. Temasek).

Aby však nedošlo k distorzi trhu v oblasti penzijních fondů (myšleny jsou především nerovné podmínky možných vyšších záruk krytí případných tržních rizik a tím pádem k výhodnějším podmínkám pro podílníky SWF fondu), musí být podmínky pro tento fond nastaveny obdobně jako u jiných subjektů podnikajících na trhu penzijních produktů. Klíčovou otázkou jsou samozřejmě garance proti ztrátě hodnoty (krachu) fondu. PES v této souvislosti uvažuje o tom, aby mohla být garantována maximální míra záruky, že tyto penzijní fondy budou moci své investice umisťovat pouze do státních dluhopisů. Osobě však preferuji vyšší míru soutěže, tzn. umožnit i soukromým penzijním fondům (stejně jako SWF) investovat i do vysoce likvidních akcií renomovaných společností. V opačném případě budou totiž investiční aktivity fondů podvázány (obdobně jako se to děje v současné době na Slovensku), což povede k nižší míře konkurence. Dané penzijní fondy nebudou mít totiž příliš mnoho možností jak se se svoji nabídkou produktů odlišit a potenciální klient bude ve svém výběru ochuzen.

Závěrem této práce si dovolím zhodnotit svoji pracovní hypotézu. Založení a fungování Státního suverénního fondu v České republice bude mít jednoznačně **pozitivní vliv** na veřejné finance a trvalý růst blahobytu.

- a) Státní prostředky budou systematicky a dlouhodobě ukládány a zhodnocovány bez vlivu politické (volební) periody.
- b) V případě pozitivního zhodnocení (4%) prostředky mohou být použity na sanaci strukturálního deficitu státního rozpočtu.
- c) V případě neočekávaného hospodářského výkyvu mohou být prostředky použity na veřejné investice.
- d) Prostředky fondu pomohou řešit deficit při přechodu na více pilířový důchodový systém.
- e) Fond bude vhodným investičním nástrojem v případě penzijního spoření do druhého (soukromého) pilíře.

Seznam literatury a zdrojů

- [1] ANG, A., GOETZMANN, W., N., SCHAEFER, S., M., Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global, December 14, 2009.
- [2] ALBEROLA, E., SERENA, J., M., Sovereign External Assets and the Resilience of Global Imbalances, Documentos de Trabajo N.º 0834, 2008.
- [3] ALLEN, M., CARUANA, J., Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, International Monetary Fund, February 29, 2008.
- [4] BORTOLOTTI, B., FOTAK, V., MEGGINSON, W., L., MIRACKY, W., F., Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance, Fondazione Eni Enrico Mattei, December 30, 2009.
- [5] BLACKBURN, J., DELVECCHIO, B., FOX, I., GATENIO, C., KHAYUM, O., WOLSON, D., Do Sovereign Wealth Funds Best Serve the Interests of their Respective Citizens? University of Chicago Graduate School of Business, March 24, 2008.
- [6] CLARK, G., L., MONK, A., H., B., The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds' Asset Managers, Centre for Employment, Work and Finance School of Geography and the Environment, University of Oxford.
- [7] ČNB. *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2010-08-13]. ČNB - devizové rezervy. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/index.html>.
- [8] International Forum of Sovereign Wealth Funds [online]. 2010. 2010 [cit. 2010-01-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.ifswf.org/>>.
- [9] JEN, S., The Definition of a Sovereign Wealth Fund, Morgan Stanley Research Global, October 25, 2007.
- [10] JÍLEK, J., Finanční trhy a investování. Praha: GRADA, 2008. 648 stran. ISBN 978-80-247-1653-4.
- [11] KRÁL, M., Mezinárodní finance. Studijní pomůcka pro distanční studium. Zlín: UTB ve Zlíně, str. 278. 2006. ISBN 80-7318-441-9.
- [12] MANKIW, G. N. Zásady ekonomie. Praha: GRADA, 1999. 768 stran. ISBN 80-7169-891-1.
- [13] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí* [online]. 2010 [cit. 2010-07-5]. MF - Veřejné finance. Dostupné z WWW: <<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>>

mfcr/xsl/verejne_finance.html>.

[14] MIRACKY, W., BORTOLOTTI, B., *Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*. Monitor-FEEM. April 2009. 92 stran.

[15] MEJSTRŮK, M., PEČENÁ, M., TEPLÝ, P., *Základní principy bankovníctví*. Praha: KAROLINUM, 2009. 627 stran. ISBN 978-80-246-1500-4.

[16] Norges Bank Investment Management. *NBIM* [online]. 22 March 2010 [cit. 2010-07-13]. NBIM Governance. Dostupné z WWW: <<http://www.nbim.no/en/About-us/nbim-organisation/nbim-governance/>>.

[17] Norges Bank. *Norges Bank* [online]. 2010 [cit. 2010-08-1]. Norges Bank - budget. Dostupné z WWW: <http://www.norges-bank.no/search/search____112.aspx?search=budget>.

[18] PAULSON, A., L., *Raising capital: The role of sovereign wealth funds*, The Federal Reserve Bank of Chicago, Issue No. 258, January 2009.

[19] RAUTAVA, J., *Sovereign wealth funds arouse political passions*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Expert view, 14.04.2008.

[20] SANTISO, J., *Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations*, OECD Emerging Markets Network Working Paper.

[21] SETSER, B. W., *Fellow for Geoeconomics. Sovereign Wealth and Sovereign Power*. Council on Foreign Relations Press, 2008. 64 stran. ISBN 978-0-87609-415-0.

[22] SETSER, B., ZIEMBA, R., *Working paper, GCC Sovereign Funds Reversal of Fortune*, January 2009.

[23] SETSER, B., *Sovereign Wealth and Sovereign Power, The Strategic Consequences of American Indebtedness*, CSR No. 37, September 2008

[24] *Sovereign Wealth Fund Institute Inc.*. [Www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org) [online]. 2008-2009 [cit. 2009-12-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.swfinstitute.org/>>.

[25] Temasek Holdings. *Temasek Holdings* [online]. 2010 [cit. 2010-08-1]. Temasek Holdings Our portfolio. Dostupné z WWW: <http://www.temasekholdings.com.sg/about_us.htm>.

[26] TRUMAN, E., M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, No. PB08-3, Peterson Institute for Economic Economic, April 2008.

6 Seznam grafů a tabulek

Graf 1: Vysoká expozice v zahraniční měně a žádné závazky	14
Graf 2: Tolerance vysokého investičního rizika a dlouhodobý investiční horizont	15
Graf 3: Historie vzniku SWF (počet fondů v letech).....	17
Graf 4: Srovnání finančních subjektů - podle objemu aktiv	20
Graf 5: Ukazatel investiční preferovanosti odvětví a oborů – prosinec 2009	21
Graf 6: Ukazatel investiční preferovanosti odvětví a oborů – červen 2010	22
Graf 7: Objem uskutečněných přeshraničních transakcí v mld. USD	23
Graf 8: Investice podle akciového podílu.....	23
Graf 9: Velikost a koncentrace SWF ve světě	24
Graf 10: Vývoj a odhad objemu aktiv SWF vč. poměru komoditní a nekomoditní	26
Graf 11: Investice SWF podle zemí /*	28
Graf 12: Vývoj uskutečněných transakcí SWF podle počtu a hodnoty kapitálu	33
Graf 13: Hodnota investic SWF podle sektorů	34
Graf 14: Investiční trendy SWF.....	35
Graf 15: Vývoj přebytků platební bilance – státy s demokrat. režimem a ostatní	37
Graf 16: Transparentnost fondů – státy s demokrat. režimem a ostatní	38
Graf 17: Výsledky 4-faktorové analýzy prospěšnosti SWF	40
Graf 18: Vývoj objemu aktiv fondu v NOK	41
Graf 19: Členění příjmu podle typu investice.....	43
Graf 20: Očekávaný reálný výnos GPF vs. strukturální deficit rozpočtu Norska.....	47
Graf 21: Očekávaný reálný výnos GPF vs. strukturální deficit rozpočtu Norska – trend	47
Graf 22: Predikce demografického vývoje osob 62 letých a starších.....	47
Graf 23: Aktiva fondu podle zdroje v miliardách NOK.	53
Graf 24: Příjmy FNM z prodeje národního majetku	55
Graf 25: Hospodářský výsledek ČKA	58
Graf 26: Devizové rezervy vykazované ČNB	59
Graf 27: Výsledky hospodaření Skupiny ČEZ v mld. Kč	61
Graf 28: Výnosy ČEPRO a.s. v tis. Kč.....	62
Graf 29: Zisk před zdaněním ČEPRO a.s. v tis. Kč.....	63

Graf 30: Model financování SWF ČR – rok I.	67
Graf 31: Investiční portfolio fondu Temasek.....	68
Graf 32: Hodnota portfolia fondu Temasek v mld. USD	69
Graf 33: Základní varianta 2005 a 2010, saldo % HDP ročně	71
Tabulka č. 1: Základní charakteristiky typů fondů podle ISWF	19
Tabulka č. 2: Objem aktiv SWF podle zemí a regionů	27
Tabulka č. 3: Zásady LMIT podle Carla Linaburga a Michaela Maduella	30
Tabulka č. 4: Členění SWF podle dostupnosti informací.....	31
Tabulka č. 5: Finanční výpomoc klíčovým světovým bankám.....	33
Tabulka č. 6: 4-faktorový model hodnocení – University of Chicago	39
Tabulka č. 7: Největší držené akciové podíly k 31. březnu 2010	43
Tabulka č. 8: Největší držené dluhopisové podíly k 31. březnu 2010	44
Tabulka č. 9: Schéma řízení, rozhodování a kompetencí NBIM	44
Tabulka č. 10: Stání rozpočet a GPF v mld. NOK - Hlavní kapitoly	46
Tabulka č. 11: Přehled peněžních příjmů a výdajů – velká privatizace.....	56

7 Přílohy

Příloha č. 1 – Členění SWF na ne-penzijní a penzijní podle Peterson Institute

Country	Current name	Date established	Source of funds	Current size ^a (billions of US dollars)
NONPENSION FUNDS				
Algeria	Revenue Regulation Fund	2000	Natural resources	47
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	1999	Natural resources	2
Botswana	Pula Fund ^b	1993	Natural resources	7
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	1983	Natural resources	35 (e)
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund ^d	1976	Natural resources	17
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	2006	Natural resources	15
China	China Investment Corporation ^d	2007	Foreign exchange reserves	200
	Shanghai Financial Holdings ^{d,e}	2007	Fiscal surpluses	1 (e)
Gabon	Fund for Future Generations ^c	1998	Natural resources	0.4 (e)
Hong Kong	Exchange Fund Investment Portfolio ^{b,d}	1993	Foreign exchange reserves, fiscal surpluses	139
Iran	Oil Stabilization Fund	2000	Natural resources	10
Kazakhstan	National Fund for the Republic of Kazakhstan	2000	Natural resources	23
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	Natural resources	1 (e)
Korea	Korea Investment Corporation ^b	2005	Foreign exchange reserves	30
Kuwait	Kuwait Investment Authority ^d	1953	Natural resources	213
Libya	Libyan Investment Authority ^c	2006	Natural resources	50
Malaysia	Khazanah Nasional ^e	1993	Fiscal surpluses	18
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	2000	Natural resources	5
Nigeria	Excess Crude Account ^b	2003	Natural resources	17 (e)
Norway	Government Pension Fund–Global	1990	Natural resources	375
Oman	State General Reserve Fund	1980	Natural resources	13 (e)
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	Natural resources	60 (e)
Russia	National Welfare Fund ^b	2008	Natural resources	32
	Reserve Fund ^b	2008	Natural resources	128
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	2004	Natural resources	0.02 (e)
Saudi Arabia	Saudi Arabian Monetary Agency ^c	1952	Natural resources	270
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation ^b	1981	Foreign exchange reserves, fiscal surpluses, employee contributions	200 to 330 (e)
	Temasek Holdings ^d	1974	Government enterprises	110
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	2002	Natural resources	0.1
Timor-Leste	Petroleum Fund	2005	Natural resources	2
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2007	Natural resources	2 (e)
United Arab Emirates	Emirates Investment Authority ^c	2007	Natural resources	n.a.
United Arab Emirates (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	1976	Natural resources	500 to 875 (e)
	International Petroleum Investment Company ^c	1984	Natural resources	12
	Mubadala Development Company	2002	Natural resources	10 (e)
United Arab Emirates (Dubai)	DIFC Investments ^c	2006	Natural resources	n.a.
	Dubai International Capital ^f	2004	Natural resources	13
	Investment Corporation of Dubai ^f	2006	Natural resources	82 (e)
	Istithmar World	2003	Natural resources	12 (e)
United States	Alaska Permanent Fund ^d	1976	Natural resources	37
	Permanent Mineral Trust Fund (Wyoming) ^d	1974	Natural resources	4
	Severance Tax Permanent Fund (New Mexico) ^d	1973	Natural resources	5
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	1998	Natural resources	1
	National Development Fund	2005	Natural resources	21
Subtotal^a				2,972
PENSION FUNDS				
Australia	Future Fund ^d	2006	Fiscal surpluses	53
Canada	Canada Pension Plan ^d	1966	Employee contributions	121
	Caisse de dépôt et placement du Québec ^d	1965	Employee contributions	157
China	National Social Security Fund ^d	2000	Fiscal surpluses	71
France	Fonds de réserve pour les retraites ^d	2001	Fiscal surpluses	50
Ireland	National Pensions Reserve Fund ^d	2001	Fiscal surpluses	31
Japan	Government Pension Investment Fund ^d	1961	Employee contributions	1,274
Netherlands	Stichting Pensioenfonds ABP ^d	1922	Employee contributions	316
New Zealand	Superannuation Fund ^d	2001	Fiscal surpluses	10
United States	California Public Employees' Retirement System ^d	1932	Employee contributions	237
Subtotal				2,323
Total^a				5,294

(e) = estimate; n.a. = not available

a. Data are from the end of 2007 or the most recent date available.

b. Some or all assets are included in reserves.

c. Excluded from scoreboard.

Sources: National authorities, International Monetary Fund, other public sources.

d. A portion of the holdings is in domestic assets.

e. Total uses the midpoint of the range of estimates.

Příloha č. 2 – žebříček Vybraných SWF podle hodnoty spravovaných aktiv

Country	Fund Name	Assets \$Billion	Inception	Origin	SWF to Foreign Exchange Reserve Ratio	Linaburg-Maduell Transparency Index
1. UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	Oil	13,9	3
2. Norway	Government Pension Fund – Global	\$445	1990	Oil	8,8	10
3. Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$431	n/a	Oil	1,1	2
4. China	SAFE Investment Company	\$347.1**		Non-Commodity	0,2	2
5. China	China Investment Corporation	\$288.8	2007	Non-Commodity	0,1	6
6. Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.5	1981	Non-Commodity	1,4	6
7. Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$202.8	1953	Oil	10,6	6
8. Russia	National Welfare Fund	\$168.0*	2008	Oil	0,4	5
9. China	National Social Security Fund	\$146.5	2000	Non-commodity	nil	5
10. China - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$139.7	1993	Non-Commodity	1	8
11. Singapore	Temasek Holdings	\$122	1974	Non-Commodity	0,7	10
12. Libya	Libyan Investment Authority	\$70	2006	Oil	0,8	2
13. Qatar	Qatar Investment Authority	\$65	2005	Oil	8,6	5
14. Australia	Australian Future Fund	\$49.3	2004	Non-Commodity	1,8	9
15. Algeria	Revenue Regulation Fund	\$47	2000	Oil	0,3	1
16. Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$38	2000	Oil	1,1	6
17. Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$30.6	2001	Non-Commodity	36,6	10
18. Brunei	Brunei Investment Agency	\$30	1983	Oil		1

19.	France	Strategic Investment Fund	\$28	2008	Non-Commodity	0,2	new
20.	South Korea	Korea Investment Corporation	\$27	2005	Non-Commodity	0,1	9
21.	US - Alaska	Alaska Permanent Fund	\$26.7	1976	Oil	0,5	10
22.	Malaysia	Khazanah Nasional	\$25	1993	Non-Commodity	0,3	4
23.	Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$21.8	1985	Copper	0,9	10
24.	UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$19.6	2006	Oil	1,8	4
25.	UAE - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$14.7	2002	Oil	0,3	10
26.	Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$14	2006	Oil	2,9	8
27.	UAE - Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$14	1984	Oil	n/a	n/a
28.	Canada	Alberta's Heritage Fund	\$13.8	1976	Oil	0,4	9
29.	Azerbaijan	State Oil Fund	\$13.4	1999	Oil	0,6	10
30.	Iran	Oil Stabilisation Fund	\$13.0	1999	Oil	0,2	1
31.	US - New Mexico	New Mexico State Investment Office Trust	\$12.9	1958	Non-Commodity	0,2	9
32.	New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	\$11.0	2003	Non-Commodity	0,8	10
33.	Nigeria	Excess Crude Account	\$9.4	2004	Oil	0,2	1
34.	Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$8.6	2009	Non-commodity	nil	new
35.	Oman	State General Reserve Fund	\$8.2	1980	Oil & Gas	0,3	1
36.	Botswana	Pula Fund	\$6.9	1996	Diamonds & Minerals	0,7	1
37.	Saudi Arabia	Public Investment Fund	\$5.3	2008	Oil	nil	3
38.	China	China-Africa Development Fund	\$5.0	2007	Non-Commodity	nil	4
39.	East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	\$5.0	2005	Oil & Gas	n/a	6
40.	US - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$3.6	1974	Minerals	nil	9
41.	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$2.9	2000	Oil	n/a	5
42.	UAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	\$1.2	2005	Oil	X	3
43.	Venezuela	FEM	\$0.8	1998	Oil	nil	1

44. Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0.5	2006	Non-Commodity	0,1	4
45. Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0.4	1956	Phosphates	n/a	1
46. Indonesia	Government Investment Unit	\$0.3	2006	Non-commodity	X	X
47. Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0.3	2006	Oil & Gas	X	1
48. UAE - Federal	Emirates Investment Authority	X	2007	Oil	X	2
49. Oman	Oman Investment Fund	X	2006	Oil	X	n/a
Total Oil & Gas Related		\$2286.1				
Total Other		\$1522.5				
TOTAL		\$3808.6				

Zdroj: SWF Institute, 19.1.2010

Příloha č. 3a – Žebříček transparentnosti vybraných fondů podle PI

Country	Fund	Structure	Governance	Accountability and transparency	Behavior	Total
NONPENSION FUNDS						
United States (Alaska)	Alaska Permanent Fund	100	80	100	83	94
Norway	Government Pension Fund–Global	94	100	100	67	92
United States (Wyoming)	Permanent Mineral Trust Fund	100	90	82	100	91
United States (New Mexico)	Severance Tax Permanent Fund	100	50	86	100	86
Timor-Leste	Petroleum Fund for Timor-Leste	100	40	96	50	80
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	88	60	89	50	77
Canada (Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	94	60	79	50	74
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	94	60	82	17	70
Hong Kong	Exchange Fund	88	40	79	33	67
Kazakhstan	National Fund for the Republic of Kazakhstan	88	60	64	33	64
Botswana	Pula Fund	69	60	54	33	55
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	100	60	46	0	53
Korea	Korea Investment Corporation	75	60	45	25	51
Russia	Reserve Fund and National Welfare Fund	72	40	50	33	51
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	100	60	29	17	48
Kuwait	Kuwait Investment Authority	75	80	41	0	48
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	69	20	43	50	47
Singapore	Temasek Holdings	50	50	61	0	45
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	63	40	39	17	41
Malaysia	Khazanah Nasional	44	50	46	0	38
China	China Investment Corporation	50	50	14	17	29
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	69	60	7	0	29
Algeria	Revenue Regulation Fund	56	40	11	17	27
Nigeria	Excess Crude Account	50	30	14	17	26
Iran	Oil Stabilization Fund	50	20	18	0	23
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	50	0	18	17	23
Venezuela	National Development Fund	38	0	27	0	20
Oman	State General Reserve Fund	50	0	18	0	20
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	56	0	14	0	20
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	31	0	25	0	18
United Arab Emirates (Abu Dhabi)	Mubadala Development Company	44	10	7	0	15
United Arab Emirates (Dubai)	Istithmar World	38	10	7	0	14
Qatar	Qatar Investment Authority	34	0	2	0	9
United Arab Emirates (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority and Council	25	0	4	8	9
Subtotal		68	41	44	25	46
PENSION FUNDS						
Canada	Canada Pension Plan	100	100	96	83	95
New Zealand	Superannuation Fund	100	100	100	75	95
Canada (Québec)	Caisse de dépôt et placement du Québec	100	100	89	83	92
France	Fonds de réserve pour les retraites	100	100	89	83	92
United States (California)	California Public Employees' Retirement System	100	100	96	67	92
Japan	Government Pension Investment Fund	100	90	80	83	87
Ireland	National Pensions Reserve Fund	100	100	86	58	86
Netherlands	Stichting Pensioenfondsen ABP	100	100	86	50	85
Australia	Future Fund	100	80	68	83	80
China	National Social Security Fund	100	40	82	67	77
Subtotal		100	91	87	73	88
Total		75	52	54	36	55

Příloha č. 3b – Seznam hodnotících otázek transparentnosti vybraných fondů podle PI

SCOREBOARD FOR SOVEREIGN WEALTH FUNDS

This appendix presents the elements of the scoreboard described in the policy brief. For each of the 33 questions, if the answer is an unqualified yes, we score it as “1.” If the answer is no, we score it as “0.” However, partial scores of 0.25, 0.50, and 0.75 are recorded for many elements, indicated by (p) in the descriptions below.

The four categories in the scoreboard are listed below with subcategories where relevant. The words in bold are keyed to the results presented in table A.1 for each SWF on each element.

Structure

1. Is the SWF's objective clearly communicated? (p)

Fiscal Treatment

2. Is the **source** of the SWF's **funding** clearly specified? (p)
3. Is nature of the subsequent use of the principal and earnings of the fund clearly stated? (p)
4. Are these elements of fiscal treatment **integrated with the budget**? (p)
5. Are the **guidelines** for fiscal treatment generally **followed** without frequent adjustment? (p)

Other Structural Elements

6. Is the overall **investment strategy** clearly communicated? (p)
7. Is the procedure for **changing the structure** of the SWF clear? (p)
8. Is the SWF **separate from** the country's **international reserves**?

Governance

9. Is the **role of the government** in setting the investment strategy of the SWF clearly established? (p)
10. Is the **role of the managers** in executing the investment strategy clearly established? (p)
11. Are **decisions** on specific investments made by the **managers**? (p)
12. Does the SWF have in place and publicly available **guidelines for corporate responsibility** that it follows? (p)
13. Does the SWF have **ethical guidelines** that it follows? (p)

Transparency and Accountability

Investment Strategy Implementation

14. Do regular reports on investments by the SWF include information on the **categories** of investments? (p)
15. Does the strategy use **benchmarks**? (p)
16. Does the strategy limit investments based on **credit ratings**? (p)
17. Are the holders of investment **mandates** identified?

Investment Activities

18. Do regular reports on the investments by the SWF include the **size of the fund**? (p)
19. Do regular reports on the investments by the SWF include information on its **returns**? (p)
20. Do regular reports on the investments by the SWF include information on the **geographic location** of investments? (p)
21. Do regular reports on the investments by the SWF include information on the **specific investments**? (p)
22. Do regular reports on the investments by the SWF include information on the **currency composition** of investments? (p)

Reports

23. Does the SWF provide at least an **annual report** on its activities and results? (p)
24. Does the SWF provide **quarterly reports**? (p)

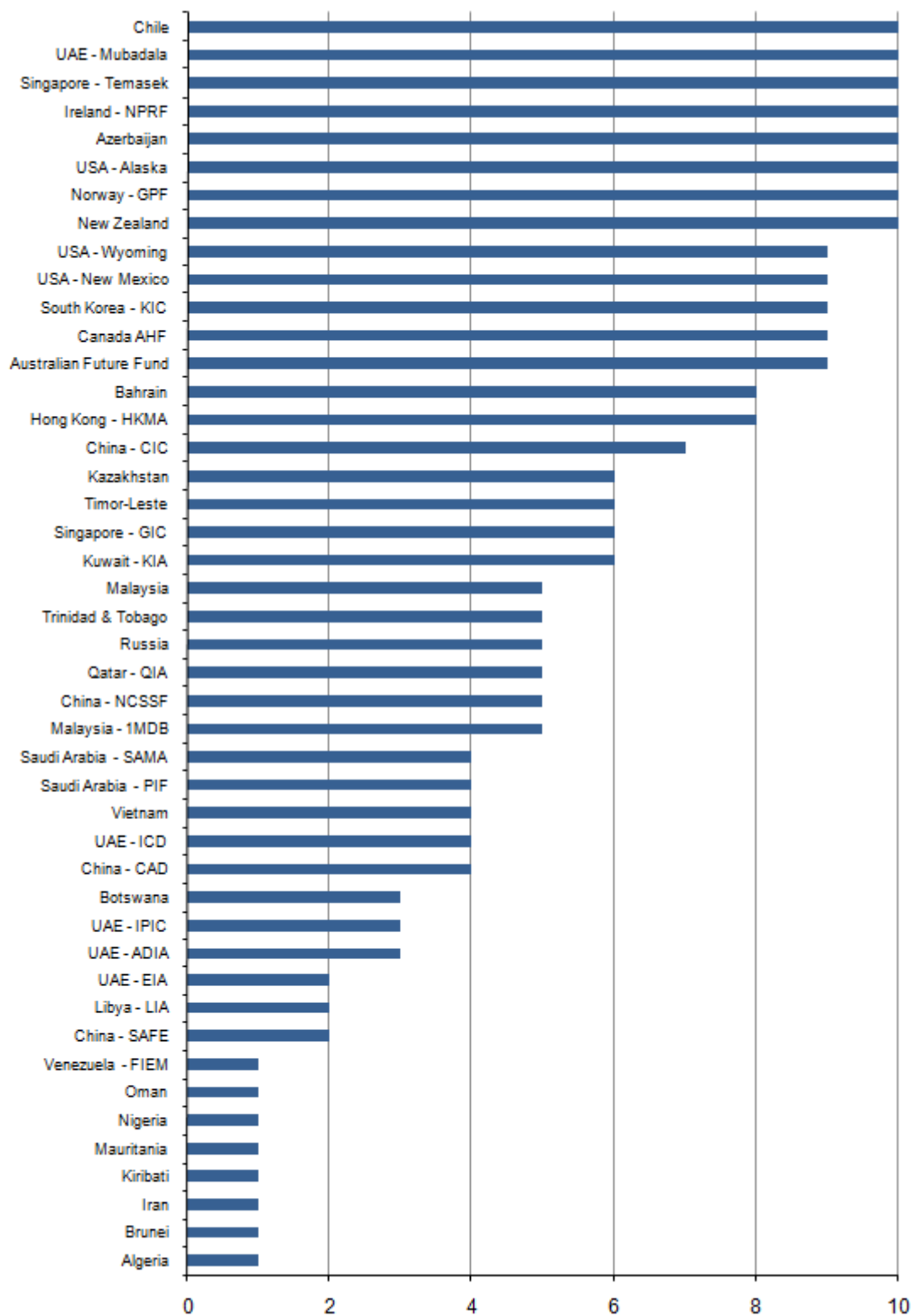
Audits

25. Is the SWF subjected to a **regular annual audit**? (p)
26. Is the audit **published promptly**? (p)
27. Is the audit **independent**? (p)

Behavior

28. Does the SWF indicate the nature and **speed of adjustment** in its portfolio? (p)
29. Does the SWF have limits on the **size of its stakes**? (p)
30. Does the SWF not take **controlling stakes**? (p)
31. Does the SWF have a policy on the use of **leverage**? (p)
32. Does the SWF have a policy on the use of **derivatives**? (p)
33. Are derivatives used primarily for **hedging**?

Příloha č. 4 – žebříček transparentnosti vybraných fondů podle LMTI



Zdroj: SWF Institute, 20.1.2010

Příloha č. 5 – Devizové rezervy k 30.6.2010

Česká národní banka

ČNB > Statistika > Statistika platební bilance > Devizové rezervy > Devizové rezervy - struktura

Devizové rezervy - struktura

30. červen 2010

v mil. USD

Předběžná data

A. Stav devizových rezerv	37218,79
(1) Devizové rezervy (v konvertibilních měnách)	34967,57
(a) Cenné papíry	34816,59
Z toho: zahraniční emise emitentů se sídlem v tuzemsku	
(b) Depozita:	150,98
(i) v jiných centrálních bankách, u BIS a IMF	25,50
(ii) u bank se sídlem v tuzemsku	0,00
Z toho: umístěno v zahraničí	0,00
(iii) u bank se sídlem v zahraničí	125,48
Z toho: umístěno v tuzemsku	0,00
(2) Rezervní pozice u IMF	297,73
(3) SDR	1176,11
(4) zlato (včetně zlatých depozit, případně zlata ze swapových operací)	508,69
-- objem v mil. trojských uncí	0,41
(5) ostatní rezervní aktiva (specifikace)	268,68
-- finanční deriváty	0,00
-- půjčky nebankovním subjektům nerezidentům	
-- ostatní (bankovky a kolaterály v reverzních repo-operacích)	268,68
B. Ostatní devizová aktiva (specifikace)	71,33
-- cenné papíry nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	148,35
-- depozita nezahrnutá do oficiálních rezervních aktiv	
-- půjčky nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	8,38
-- finanční deriváty nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	-91,82
-- zlato nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	6,42
-- ostatní	

Příloha č. 6 – Ministerstvo financí ČR, majetková účast k 31.12.2009

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
Československá plavba labská, a.s.	46708936	4868	4001	0,8	0	2 057 212,00	konkurs
Vodovody a kanalizace Mladá Boleslav, a.s.	46356983	25835	4004	1	0	1 124 768,00	
Vodovody a kanalizace Hodonín, a.s.	49454544	23009	4001	1	0	797 076,00	
Vodovody a kanalizace Náchod, a.s.	48172928	22608	4001	1	0	702 410,00	
Slovácké vodárny a kanalizace, a.s.	49453866	25666	4001	1	0	610 089,00	
Vodohospodářská společnost Vrchlice - Maleč, a.s.	46356967	25835	4003	1	0	515 807,00	
VÍTKOVICE, a.s.	45193070			0,39	0	132 792,03	
ArcelorMittal Ostrava a.s.	45193258			36,000	0,00	12 390 257,000	
ZEVETA, a.s. v likvidaci	46900632	3051	4003	1	0	263 271,00	likvidace
Teva Hungary Ltd. (* údaje v HUF)				400 000,000 (*)	0	95 318 045 200,000 *)	
Geofyzika, a.s.	46342397	1325	4001	0,086	0	20 185,15	konkurs
COLORLAK, a.s.	49444964	21922	4001	0,83	0	178 543,93	
Česká spořitelna a.s.	45244782	4433	4001	130	0	15 200 000,00	
SETUZA a.s.	46708707			13	0	1 152 709,00	
Prefa Pardubice a.s.	46504818			4	0	332 971,00	
Ústav nerostných surovin a.s.	45147965	4462	4001	1	0	63 622,00	
Harvardský průmyslový holding, a.s. - v likvidaci	44269595			1 018,00	0,01	16 466 840,00	likvidace

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
KOZAK Klatovy a.s.	45357358	3608	4001	167	0,08	206 560,00	
ORLIČAN, a.s.	9181	738	5001	43,75	0,09	48 858,50	
ARMABETON, a.s.	14818	1110	5001	1 878,00	0,13	1 444 521,00	konkurs
LINETA Severočeská dřevařská společnost a.s.	14867770	403	5001	250	0,23	106 545,00	
Vodárenská a kanalizační a.s.	49786709	22606	4001	731	0,28	265 367,00	
TRANZA a.s.	661058	20804	5001	354,255	0,66	54 050,61	insolvenční řízení
TRANZA Strojírny a.s.	28267141	20804	5901	974,985	0,66	148 758,76	konkurs
ČKD Dukla, a.s.	11011	1889	5001	5 380,00	0,7	768 204,00	konkurs
Staviva, a.s. "v likvidaci"	45192758	1604	4001	852	0,77	110 106,00	likvidace
H & D IMPORT a.s.	60066113	15004	4001	21,06	1	2 107,47	
Vodní stavby, a.s.	45273375	172	4001	11 104,80	1,02	1 086 421,20	konkurs
Exico a.s. pro zahraniční obchod v likvidaci	736	90010	5001	1 043,00	1,16	90 000,00	likvidace
Obchodní zařízení Praha a.s	45274142	2908	4001	3 165,00	1,5	211 002,00	
ZKL - VRL Praha a.s.	45272905	1689	4001	2 115,00	1,73	122 075,00	
ČKD DOPRAVNÍ SYSTÉMY, a.s.	565253	25848	5001	20 812,00	2,25	925 989,00	konkurs
HEXA PLUS, a.s. v likvidaci	45274827	2386	4001	2 110,00	3	70 333,00	likvidace
Lada, a.s.	10952	1402	5001	12 100,00	4,56	265 087,00	
TRANSPORTA a.s.	45534268	1399	4001	55 460,00	4,64	1 195 445,00	konkurs

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
ARTIA,a.s. v likvidaci	868	90003	5001	2 914,00	4,86	60 000,00	likvidace
Chabařovické strojírny a.s.	46708669	1311	4001	3 861,00	4,96	77 803,00	
Západočeské LIKO Plzeň, a.s.	49790935	24976	4001	10 210,00	5	204 207,00	
Cukrovar Mnichovo Hradiště, a.s.	46357131	20241	4001	1 882,00	5	37 633,00	
KO-HOLDING, a.s. v likvidaci	14761	472	5002	23 508,10	5,48	428 930,70	likv.+konkurs
ZPS, a.s.	9393	3050	5001	93 254,00	5,63	1 655 889,00	konkurs
Bukovecké papírny a.s. - v likvidaci	45358940	1774	4001	4 355,00	5,7	76 395,00	likvidace
MCI HOLDING a.s. - v likvidaci	47673354			70 056,00	7,05	993 561,80	likvidace
TOSTA a.s. v likvidaci	45359822	1102	4001	21 387,00	7,06	303 146,00	likvidace
ŠKODA a.s.	213101	987	5001	822 560,00	8,68	9 479 710,00	konkurs
Marila Rokycany,a.s. - v likvidaci	14702479	1960	5001	6 816,00	9,11	74 854,00	likvidace
ESTRELA, a.s.	174441	3398	5001	3 335,00	10	33 354,00	konkurs
UNIMONT Ostrava, a.s.	47676221	23667	4001	16 373,00	10	163 734,00	
ROMO a.s.	6998	4548	5001	5 180,00	15,27	33 921,50	
Moravskoslezské dřevařské závody, Šumperk a.s. "v likvidaci"	15503852	1382	5001	109 406,00	18	607 809,00	likv.+konkurs
MILKO, a.s.	46708987	3002	4001	22 449,00	18,38	122 107,00	
PNP Praha, a.s.	15891151	9169	5001	21 397,00	21	101 892,00	
ČKD Polyservis,a.s. v likvidaci	61858447	1655	5004	1 495,20	22,99	6 503,55	likvidace

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.	44848943			507 979,00	23,83	2 131 550,00	
Prometheus management, spol. s r.o. v likvidaci	60200294			25	25	100	likvidace
KORADO, a.s.	25255843			287 700,00	34,22	840 700,00	
Prostějovský ječmínek, s.r.o. v likvidaci	25566768			35	35	100	likvidace
TRAMO, akciová společnost v likvidaci	662054	1343	5001	21 725,00	36,43	59 629,00	likvidace
Česká exportní banka,a.s.	63078333			1 118 000,00	37,9	2 950 000,00	
Exportní garanční a pojišťovací společnost,a.s.	45279314			520 000,00	40	1 300 000,00	
Severočeské mlékárny, a.s. Teplice	48291749	5872	4001	12 326,00	40,78	30 228,00	konkurs
KONAX a.s. - v likvidaci	46347801	1848	4001	39 989,00	44,1	90 671,00	likvidace
Or milk, a.s. v likvidaci	60109092	15091	4001	86 028,00	46,99	183 070,00	likv.+konkurs
Výzkumný a zkušební letecký ústav, a.s.	10669			357 086,00	47,55	750 968,00	
Municipální finanční společnost,a.s.	60196696			490	49	1 000,00	
ČMFL, a.s.	25541889			750 000,00	51,72	1 450 000,00	
Unitex a.s.	49969358	21027	4001	26 887,00	52	51 707,00	
ČEZ ,a.s.	45274649	11315	4001	37 319 767,10	69,37	53 798 975,900	
BH CAPITAL, a.s.	546682			293 363,00	71,89	408 099,04	
Teplotechna Praha, a.s.	60192933	20829	4001	95 345,00	73,52	129 681,00	
SEVAC, a.s. v likvidaci	60192968	6885	4001	167 054,00	78,86	211 849,00	likvidace

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
České aerolinie a.s.	45795908	11402	4001	2 509 850,00	91,75	2 735 510,00	
VIPAP VIDEM KRŠKO d.d. Slovinsko (* údaje v EUR)				75 697 170,000 (*)	96,5	78 442 664,000 (*)	
HOLDING KLADNO, a.s. "v likvidaci"	45144419	53	4001	7 263 533,00	96,85	7 500 000,00	likvidace
ČEPRO, a.s.	60193531	11412	4002	5 660 000,00	100	5 660 000,00	
DRIVE PRODUCTION FILM s.r.o. v likvidaci	25610830			100	100	100	likvidace
Explosia a.s.	25291581			1 165 000,00	100	1 165 000,00	
GALILEO REAL, k.s.	26175291			2 516 000,00	100	2 516 000,00	
Global Investment a.s. v likvidaci	25071858			744 000,00	100	744 000,00	likvidace
HEROS, spol. s r.o. - v likvidaci	60710471			100	100	100	likvidace
Hotelinvest ,a.s	251976			230 000,00	100	230 000,00	konkurs
IMOB, a.s.	60197901			2 200,00	100	2 200,00	
JUNIA s.r.o. v likvidaci	45788740			100	100	100	likvidace
JUNIOR centrum, a.s. v likvidaci	48154946			224 950,96	100	224 950,96	likvidace
Jura Commerce, k.s. v likvidaci	553212			10	100	10	likvidace
LANCIA spol. s r.o. v likvidaci	43875904			100	100	100	likvidace
Letiště Praha, a.s.	28244532	64161	4001	25 122 271,00	100	25 122 271,00	
MERO ČR, a.s.	60193468	25839	4001	8 430 921,00	100	8 430 921,00	
PAL a.s. v likvidaci	211222	22222	5001	237 006,00	100	237 006,00	likvidace

Název a.s.	ICO a.s.	PP	PJ	Držení MF v tis. Kč	% držení	Základní kapitál v tis. Kč	Likvidace, konkurs
PPP Centrum a.s.	13455	21014	5001	37 469,00	100	37 469,00	
PRISKO a.s.	46355901			794 760,00	100	794 760,00	
SANDY Strážnice, spol. s r.o.	45474656			340	100	340	konkurs
STAVOCENTRAL, a.s. v likvidaci	47116943			85 730,00	100	85 730,00	likvidace
STROJÍRNÝ TATRA PRAHA, a.s. v likvidaci	674311	20568	5001	62 778,00	100	62 778,00	likvidace
Thermal - F, a.s.	25401726	467	2001	459 550,00	100	459 550,00	
WALL STREET UNIMARKET s.r.o., v likvidaci	49355970			100	100	100	likvidace

ČEZ rozdělval miliardy

Šéfové společnosti si z loňského zisku na odměnách **vyplatí 25 milionů**. Stát si přijde na 21 miliard

JAN NEVYHOŠTĚNÝ

PRAHA Členové představenstva a dozorčí rady polostátního energetického gigantu ČEZ si na tantiémách rovnoměrně rozdělí 25 a půl milionu korun. Vyplývá to z návrhu představenstva, který schválila včerejší valná hromada společnosti. Celá skupina ČEZ loni hospodářila s čistým ziskem 51,9 miliardy.

Schválený návrh počítá s tím, že tantiémy budou mezi členy představenstva a dozorčí rady rozděleny rovnoměrně. „Podíl každého člena orgánu bude stanoven v poměru k době, po kterou funkci v příslušném orgánu v roce 2009 zastával,“ píše se v návrhu, který mají LN k dispozici. Bez odměny však zůstanou členové dozorčí rady, kteří tam byli vysláni orgánem státní správy a byli jeho zaměstnanci.

Dividenda 53 korun na akcii

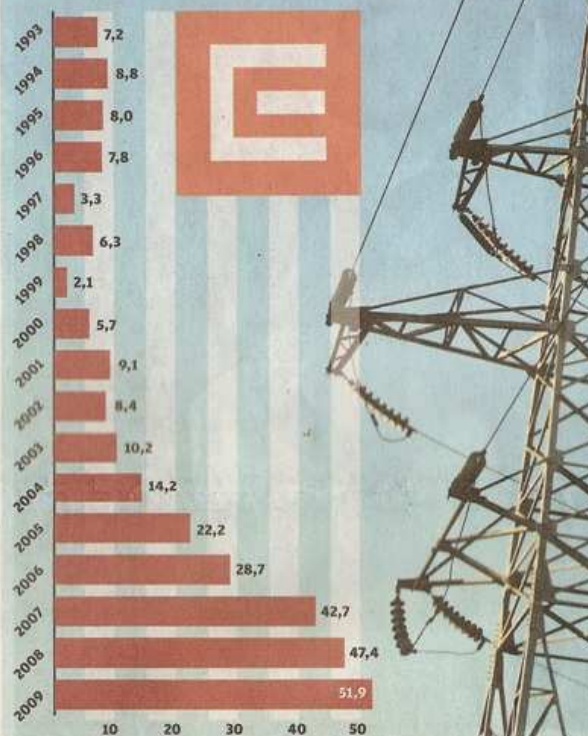
Valná hromada rozhodla ze zisku vyplatit dividendy v celkové výši 28,5 miliardy korun. Zhruba 70 procent hlasovacích práv v ČEZ kontroluje stát, který tak získá skoro 20 miliard korun. Příjem státu se navíc ještě zvýší o daň z vyplacených dividend. Celkový výnos státu z dividend elektrárenské firmy tak má podle mluvčí ČEZ Evy Novákové činit 21,156 miliardy korun.

Na jednu akcii připadá před zdaněním dividenda 53 korun. Částka určená na výplatu dividend tak představuje přibližně 55 procent z konsolidovaného zisku po zdanění. Sedmáct miliard firma přesu- ne do nerozděleného zisku minulých let.

Stát také po včerejším zasedání

KOLIK ČEZ VYDĚLAL

Čisté zisky ČEZ po zdanění (miliardy korun)



získal větší kontrolu nad velkými zakázkami, které ČEZ vypisuje. Valná hromada firmy totiž odsouhlasila změnu stanov firmy, které nově umožní dozorčí radě udělovat představenstvu souhlas s předkládaným zadávacím dokumentací u zakázek vyšších, než je třetina vlastního kapitálu firmy.

ČEZ aktuálně připravuje tendr na dostavbu dvou bloků jaderné elektrárny Temelín.

Předchozí souhlas dozorčí rady bude představenstvo ČEZ nově potřebovat také například s ustanovením do funkce generálního ředitele, s uzavíráním manažerských smluv nebo s odměňováním předních manažerů.

Milionové kompenzace obcím

ČEZ zároveň na valné hromadě navrhl způsob, jak bude společnost příští rok nakládat s penězi určenými na poskytování darů. Zatímco v minulých letech byla většina sponzorských příspěvků rozdělována prostřednictvím Nadace ČEZ, v roce 2011 jí firma poukáže jen 50 milionů.

Dalších 212 milionů pak rozdělí ČEZ sám obcím, kde má své elektrárny. „V souvislosti s podstatnou obnovou výrobních zdrojů navrhujeme vybraným subjektům v dotčených regionech poskytnout dary ve výši 212 milionů korun přímo společnostmi ČEZ, nikoliv prostřednictvím Nadace ČEZ,“ píše firma v návrhu. V rámci nadace se pak dárcovství zaměří na výstavbu hřišť, zkvalitňování výuky technických předmětů na školách a odstraňování bariér pro handicapované studenty.

ČEZ Prodej dodá elektrinu pro dráhy

PRAHA Vítězem výběrového řízení na dodavatele elektřiny pro českou železnici se stala společnost ČEZ Prodej. Cena vzešlá z tendru je 2,57 miliardy korun bez dan z přidané hodnoty na rok a půl smlouva s Českými drahami začne platit 1. července. Uvedl t mluvčí Českých drah Petr Stáhlavský.

„České dráhy ukončily výběrové řízení na dodavatele silové elektřiny pro elektrickou trať a uzavřely smlouvu s vítězem, uvedl Stáhlavský. Dodal, že d výběrového řízení se přihlásil dvě společnosti. Druhým účastníkem byla firma E.ON. Předpokládá daná hodnota zakázky byla při vy- pisování tendru 2,4 miliardy korun bez DPH.

Dráhy budou podle takzvaného francouzského modelu dodávat elektřinu i všem ostatním dle pracujícím na české železniční síti. Je to zásadní změna poté, co s koncem loňského roku vypadal z dodavatelského řetězce státní Správa železniční dopravní cesty (SŽDC).

Změnu umožnil zákon loni dráhy a další dopravci si od ní slibují výraznou úsporu nákladů. Dopravci dlouhodobě kritizovali SŽDC a tvrdili, že prodává elektřinu výrazně draž, než kolik činí ceny na burze. SŽDC se bránil s tím, že smlouvu uzavřel v době, kdy ceny rostly a nebyl možné předpokládat jejich pád kvůli krizi. České dráhy o ledna odebírají proud přímo o firmy ČEZ, která byla narychlo vybrána ve zkráceném tendru. Nyní se z ČEZ stal definitivní dlouhodobý partner. čt

Příloha č. 8 – Struktura Temasek Trust

