



podkladový materiál pro debatu

ALTERNATIVNÍ INVESTIČNÍ FONDY V ČR

10. června 2014, Café Louvre

Proč je v ČR trh alternativních investičních fondů nerozvinutý? Jaké jsou v ČR příležitosti pro fondy alternativního investování? Má smysl vytvářet v ČR příznivé podmínky pro správu fondů? Můžeme se inspirovat v okolních zemích? Jaké jsou první zkušenosti s převedením evropské směrnice AIFMD do české právní úpravy? Jaké je optimální daňové nastavení? Jak je to s transparentností? Lze v tomto prostředí efektivně eliminovat daňové úniky a úniky kapitálu?

1. Kolektivní investování

Kolektivní investování stojí na myšlence shromáždění peněžních prostředků od individuálních a institucionálních investorů a jejich společném umisťování na trhu s cílem maximalizace zisku, minimalizace nákladů, diverzifikace a rozložení rizika. Institucionální investory lze rozdělit do dvou skupin. První skupina zahrnuje instituce, jako jsou pojišťovny nebo penzijní fondy, jedná se tzv. instituce smluvních úspor (Contractual Savings Institutions). Druhá skupina je tvořena investičními fondy (Collective Investment Vehicles).¹

Fondy kolektivního investování se v České republice dělí jednak dle typu investorů na fondy určené veřejnosti (kde dominují otevřené podílové fondy)² a fondy kvalifikovaných investorů a dle rizika aktiv, do kterých investují, na fondy peněžního trhu, dluhopisové, akciové, smíšené a nemovitostní fondy a fondy fondů. Skupina fondů fondů nebývá v některých případech uváděna separátně, nýbrž je včleněna mezi zbývající skupiny fondů podle typu fondů, do kterých investují.³

¹ Pavlát, V. a kol. Kapitálové trhy, Professional Publishing, Praha 2003.

² Otevřený podílový fond prodává a odkupuje podílové listy podílníků.

³ https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2012-2013/index.html#1

1.1. Definice alternativních investičních fondů

Alternativním fondem se rozumí fond kolektivního investování, který není standardním fondem, tedy nespadá pod regulaci směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (směrnice UCITS).⁴

Na českém trhu kolektivního investování se alternativní fondy dají z hlediska regulace rozdělit na dvě skupiny – alternativní fondy, které spravují peněžní prostředky od veřejnosti (veřejně nabízené alternativní fondy) a alternativní fondy, které shromažďují prostředky od kvalifikovaných investorů (FKVI). Veřejně nabízené alternativní fondy mohou být zakládány z hlediska druhu investovaných aktiv jako alternativní fondy cenných papírů, jejichž způsob investování je regulován podobně jako u fondů standardních, alternativní fondy nemovitostí, které investují převážně do nemovitostí a do nemovitostních společností, a alternativní fondy fondů, jež investují do cenných papírů vydaných jinými fondy kolektivního investování. FKVI se od veřejně nabízených alternativních fondů liší tím, že nemají omezen způsob investování a jejich cenné papíry mohou nabývat pouze kvalifikovaní investoři. Kvalifikovaným investorem se může stát jakákoliv fyzická nebo právnická osoba, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry. Důležitějším rozlišujícím znakem oproti veřejně nabízeným alternativním fondům je skutečnost, že minimální investice činí 1 000 000 Kč a tyto fondy nesmějí být veřejně nabízeny ani propagovány. FKVI může mít nejvýše 100 akcionářů nebo podílníků.⁵

FKVI jsou v prostředí České republiky zakládány většinou jako daňově optimalizační schémata pro vlastníky a investory do nemovitostí. Zakladatelé hedge fondů nebo fondů private equity dosud upřednostňovali jurisdikce s výhodnějším zdaněním a regulací.⁶

1.2. Význam investičních fondů pro ekonomiku

Investiční fondy přispívají k tvorbě a kumulaci úspor. Fondy shromažďují úspory domácností i institucionálních investorů a sdružené investice putují do cenných papírů, dluhopisů, apod. I když značná část těchto prostředků směřuje do zahraničních investic, správa zůstává v zemi, kde mají fondy tzv. domicil. Zvláště důležitý je význam fondů v penzijních systémech. Podle Komentáře členů Vědeckého grémia České bankovní asociace by teoretický potenciál převodu části prostředků z průběžného systému do fondů vedl ke vzniku a rychlému růstu dalšího segmentu českého finančního trhu. Důsledkem by byl podstatný a rychlý růst nebankovní části finančního sektoru na úkor podílu bank. Již během 10 let by objem prostředků ve všech 3 typech fondů (penzijní staré a nové, kolektivní investování) dosáhl téměř 20 % velikosti aktiv bankovního sektoru.⁷

Hodnota vlastního kapitálu investičních fondů v ČR činila na konci března 2014 222,0 mld. Kč. Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku se hodnota vlastního kapitálu fondů zvýšila o 35,2 mld. Kč. Ve stejné době působilo na území České republiky 264 rezidentských investičních fondů. Z toho bylo 30 akciových fondů, 62 dluhopisových fondů, 59 smíšených fondů, 89 nemovitostních fondů a 24 ostatních fondů.⁸

Novela zákona o kolektivním investování z roku 2004 přinesla rozšíření působnosti fondů i do oblasti nemovitostních investic a private equity. V oblasti private equity fondů to může znamenat vytvoření kumulovaného privátního kapitálu, který sám bude podporovat investice v oblasti středního podnikání a podporu rozvoje nových projektů. V zahraničí je tento způsob financování začínajících projektů velmi rozšířen a to zvláště v oblastech s vysokým růstovým potenciálem a s vysokými nároky na vzdělanou a profesionální pracovní sílu (informační technologie, biotechnologie, telekomunikace a podobně). Různé typy nemovitostních fondů mohou sloužit jako jeden ze stavebních pilířů programů PPP. To, že nemovitostní fondy mohou podporovat rozvoj a investice do státní infrastruktury, je vidět například u německých nemovitostních fondů (80 miliard EUR), které sloužily za vzor pro českou právní úpravu, nebo u chilských penzijních fondů. Občané a další investoři investují do k tomu určených fondů a ty část nebo všechny tyto prostředky směřují do výstavby dálnic, nemocnic či škol. Vzniká tak i z politického hlediska zajímavé spojení, kdy kumulované úspory občanů jsou investovány na rozvoj státu a každý jednotlivý investor může tyto investice reálně vidět nebo je používat. Z podobných důvodů byly v 60. letech v USA zavedeny takzvané REITs – Real Estate Investment Trust, které sice oficiálně nejsou regulovanými fondy, ale

⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits-directive/index_en.htm

⁵ https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financi_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_clanek_IV.pdf

⁶ Hedge fondy lze charakterizovat následujícími znaky: jedná se o fondy, které se zaměřují na absolutní výnos portfolia a které k naplnění svých cílů používají rozličné investiční techniky, včetně těch rizikových jako nekryté krátké prodeje (naked short selling), vysokou míru finanční páky, deriváty apod. Na českém trhu působí zahraniční hedge fondy, není však jednoduché jejich činnost odlišit od činnosti jiných zahraničních subjektů. Fondy private equity obvykle investují do nekótovaných společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou následně přijaty k obchodování na regulovaném trhu, nebo do kótovaných společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou následně vyřazeny z obchodování na regulovaném trhu. Investice fondů private equity jsou dlouhodobé (investiční horizont pět až deset let).

⁷ Niedermayer, Marek, Krupka, Sobíšek, Bušek (2011), Penzijní reforma – její potřeba, příležitosti a důsledky pro finanční sektor, Komantář členů vědeckého grémia ČBA

⁸ http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harm_stat_data/fki_komentar.html?cnb_css=true

požívají takové daňové výhody, které je staví na úroveň fondů. Cílem bylo přilákat soukromé zdroje na financování státní infrastruktury a dnes je v těchto fondech spravováno přes 500 miliard USD.⁹

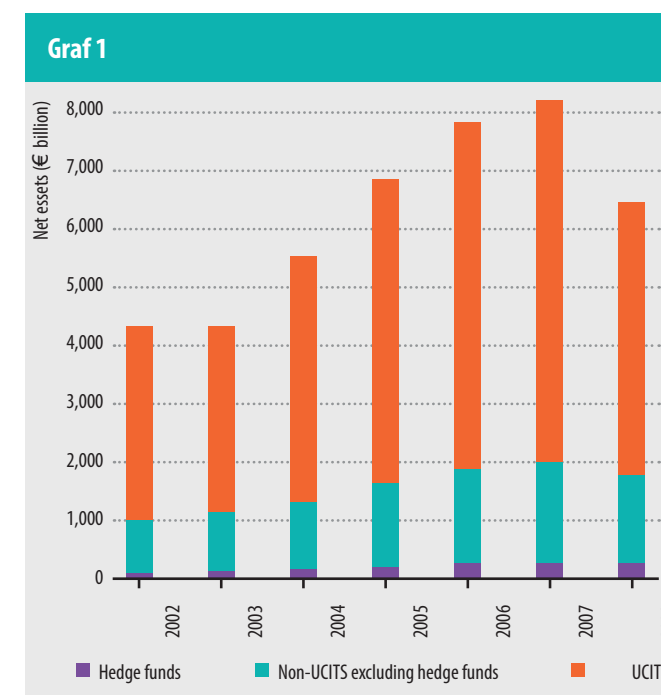
1.3. Vývoj kolektivního investování v ČR

Česká republika se v období po kuponové privatizaci a následné poměrně přísné regulaci nacházela v situaci, kdy byl trh reprezentován na domácí úrovni pouze otevřenými podílovými fondy. Neexistovaly fondy určené institucionálním investorům nebo veřejně obchodovatelné fondy. Změna nastala díky novému zákonu o kolektivním investování v roce 2004, který implementoval směrnici Evropské unie tzv. UCITS III a následné nověle zákona v roce 2006, ale nové produkty zatím na trh přicházejí pomalu a opatrně. Trh kolektivního investování je v České republice velmi konsolidovaný. S vysokou koncentrací odvětví souvisí i to, že v České republice prakticky neexistuje trh poskytovatelů služeb (manažerů, depozitářů nebo auditorů). K dalším specifickým českého fondového trhu patří otevřenost vůči působení zahraničních subjektů, relativně malý objem spravovaného majetku a velký odliv domácích úspor, protože české fondy investují převážně v zahraničí.¹⁰

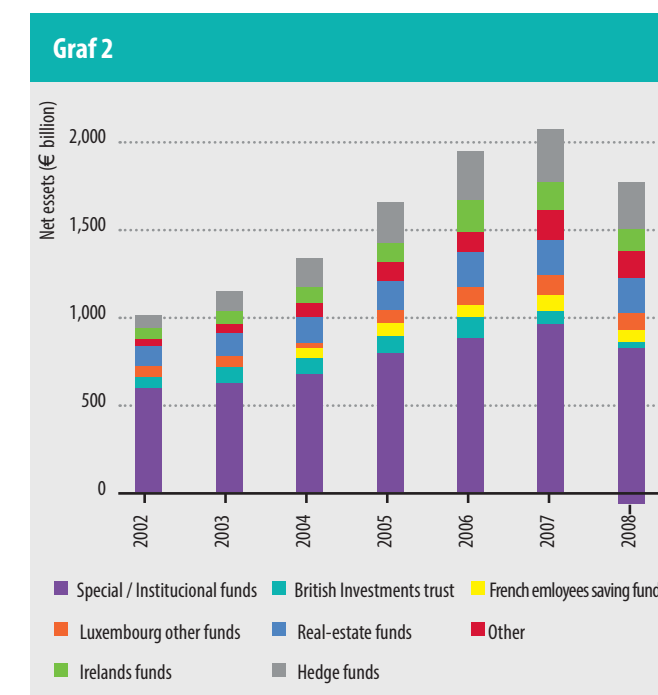
2. Současný stav

Finanční a hospodářská krize započatá v roce 2008 zvýšila tlak na regulaci finančních trhů, kde byli jejich aktéři považováni za viníky krize. Cílem regulačních snah bylo snížit systémové riziko a zvýšit robustnost trhů. Kromě regulace bankovního sektoru, jejímž výsledkem je vznik Bankovní unie, se Evropská unie rozhodla zaměřit na do té doby neharmonizovanou oblast trhu alternativních investičních fondů. Už od roku 1985 existuje jednotná regulace otevřených investičních fondů UCITS. V současné době je v platnosti již její pátá verze a je obecně považována za velmi úspěšnou, protože je na dobrovolném principu přejímána i v oblastech mimo EU. Nicméně alternativní typy fondů doposud nepodléhaly žádné jednotné regulaci na úrovni EU. Do kategorie alternativních fondů spadají již zmíněné hedgeové fondy nebo private equity, které spravují velké množství kapitálu s velkým pákovým efektem. Právě zvýšení pákového efektu je často označováno jako jedna z příčin finanční a hospodářské krize.¹¹ Kromě hedgeových a private equity fondů se nicméně směrnice AIFMD dotkne také realitních fondů, komoditních fondů či fondů infrastruktury.

Graf 1 reflektuje vývoj UCITS a non-UCITS fondů do roku 2008 ve světě, kde speciálně z non-UCITS fondů jsou vyloučeny hedgeové fondy. Do roku 2007 rostl sektor alternativních fondů stabilně hlavně zásluhou obecného nárůstu kapitálu na finančních trzích. Naproti tomu v roce 2008 nastal prudký pokles kvůli počátku finanční krize. Také podíl alternativních fondů na celém trhu fondů se mezi lety 2002–2008 zvýšil z 23 % na 28 %. Rozdělení alternativních fondů na jednotlivé typy potvrzuje hypotézu, že celý trh rostl stabilně v období před krizí.



Zdroj: Charles River Associates (CRA)



⁹ Martin Hanzlík, Analýza situace fondů kolektivního investování v ČR z pohledu jeho případné podpory

¹⁰ Martin Hanzlík, Analýza situace fondů kolektivního investování v ČR z pohledu jeho případné podpory

¹¹ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-572_en.htm

V České republice je trh alternativních investičních fondů nerozvinutý. Jak vyplývá ze statistik, dlouhodobě mají domicil v České republice pouze 3 fondy, které spravovaly v době před krizí celkový kapitál v hodnotě kolem 70 milionů EUR, v roce 2013 se kapitál pohyboval kolem hranice 120 milionů eur. Podíl na celkovém objemu v EU je tak hluboko pod 1 %, v roce 2009 tomu bylo 0,08 % a dramatický nárůst nenastal ani potom.

2.1. Směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD)

Směrnice byla schválena 8. června 2011 a v platnost vešla 22. července 2013. Alternativní fondy mají od té doby přechodné období dlouhé jeden rok, do konce kterého musí splňovat všechny podmínky nově stanovené regulace.¹² Jak již bylo řečeno v předchozí části, směrnice je zaměřena na trh alternativních fondů, kde reguluje především správce (obhospodařovatele). Jejím cíle se dají rozdělit do několika hlavních oblastí: 1) zvýšení správců fondů vůči investorům, regulátorům a zaměstnancům, 2) sdružení národních institucí kontrolujících systémové riziko do jedné autority, a to European Securities Market Agency (ESMA), která bude mít možnost monitoringu rizika na evropské úrovni, 3) vytvoření společného a robustního přístupu k ochraně investorů a 4) prohloubení jednotného trhu.

Z toho důvodu bude podléhat směrnici každý manažer alternativního fondu buď a) sídlící v Evropském hospodářském prostoru (EEA), b) jehož alespoň jeden investor sídlí v EEA, anebo c) má-li být fond nabízen na trzích uvnitř EEA. Všechny výše zmíněné podmínky se ovšem vztahují na fondy s aktivy přesahujícími 100 milionů eur. Pokud se jedná o alternativní fond, který není zatížen dluhem a u kterého po dobu 5 let investoři neuplatní právo na vyplacení svého podílu, se hranice zvedá na úroveň 500 milionů eur. Protože doposavad byla velká část alternativních fondů domicilována mimo území EU nebo EEA, znamená to, že pokud budou chtít participovat dále na evropských trzích, budou zde muset být i spravovány a regulovány.

Základní parametry regulace stanovují, že každý manažer si bude muset zažádat o licenci u jednoho národního regulátora, bude-li chtít spravovat fond na území EEA. Licence ho pak bude následně opravňovat k činnosti ve všech zemích EEA. To je velká změna oproti předchozímu stavu, kdy alternativní fondy podléhaly národním, vzájemně nesoučinným regulacím. V dalších částech se blížeji zaměříme na to, jaké příležitosti, případně náklady tato změna přinese. Kromě licence bude také vyžadován depozitář¹³ a nezávislé oceňování uvnitř EEA, s čímž jsou spojené i další služby jako audit nebo právní služby. Ačkoliv směrnice nijak neupravuje výši daňového zatížení pro alternativní fondy, i přes to může mít daňový dopad na fondy a to hlavně z důvodu redomicilace.¹⁴ V neposlední řadě směrnice omezuje výši zadlužení a stanovuje požadavky na výši kapitálu pro správce.

Vytvoření licencování, neboli „evropského pasu“, by mělo přispět ke zvýšení konkurence a efektivity, protože by se tím měla zvýšit nabídka a soutěž fondů vůči investorům.¹⁵ Na druhou stranu zavedení směrnice zvyšuje náklady pro fondy, především „náklady na soulad“ se směrnicí. Druhým efektem je tlak na redomicilování fondů a jejich správců, kteří mají nyní sídlo mimo EU, často v daňových rájích. V tomto případě existují dvě možnosti: buď přesunout správu fondů do EU, nebo přestat vyvíjet ekonomickou činnost na trzích EU. Jestli směrnice povede spíše k první nebo druhé variantě není jisté. Britský orgán dohledu na finančních trzích (FSA) ve své studii z roku 2009 tvrdí, že velká část alternativních fondů se sídlem mimo EU přestane být kvůli AIFMD v EU nabízena. Tato studie ukazuje spíše nejhorší možný vývoj. Průzkum společnosti Deloitte¹⁶ mezi správci alternativních fondů z roku 2012 sice ukazuje, že 72 % správců vidí AIFMD jako hrozbu, na druhou stranu správci především velkých fondů chtějí využít příležitost, kterou skýtá vytvoření evropského pasu. Z údajů z února tohoto roku vyplývá, že zatím jen zhruba třetina hedgeových fondů stihla splnit požadavky dané směrnicí, nicméně větší část plánovala provést nutné úkony v průběhu února a března. I přes možný výrazný posun se očekává, že řada fondů nestihne splnit kritéria do 22. července 2014, což je poslední možný termín.

2.2. Český zákon o kolektivním investování

V roce 2013 činila podle dat asociace EFAMA¹⁷ hodnota aktiv alternativních fondů na českém trhu 124 milionů eur a tato aktiva byla spravována třemi fondy. Ačkoliv se hodnota aktiv v průběhu času zvyšuje, podíl ČR na

celkovém objemu aktiv v EU je zanedbatelný. V roce 2009 podíl na trhu alternativního fondového investování činil 0,08 % a od té doby se dramaticky nezměnil.

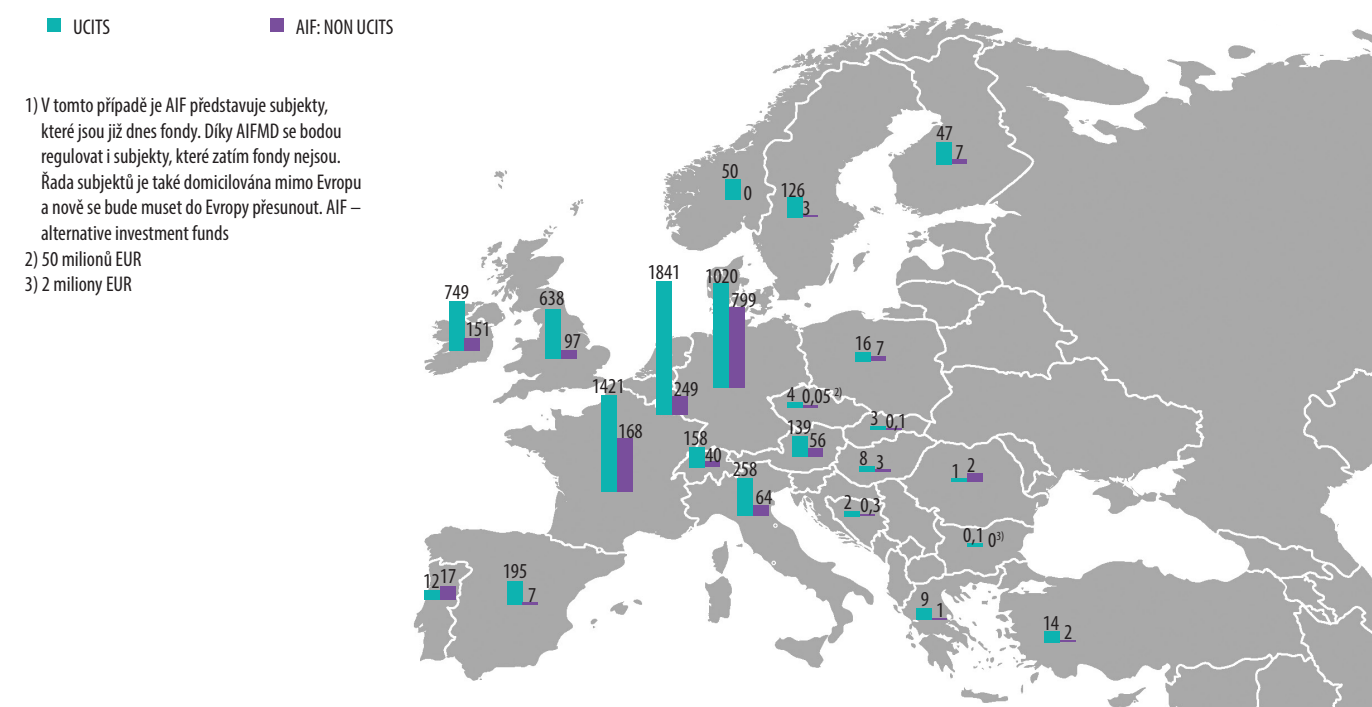
Na legislativu z roku 2004 o kolektivním investování navázal zákon z roku 2013 o investičních společnostech a investičních fondech. Česká republika tím reagovala jak na směrnici UCITS IV, tak na směrnici AIFMD, které musela převést do svého právního řádu. Pomineme-li změnu úpravy otevřených fondů regulovaných UCITS IV, která není předmětem tohoto materiálu, došlo v oblasti alternativních fondů k několika hlavním změnám. Základním materiálem, podle kterého byl nový zákon tvořen, byla právní úprava Lucemburska.¹⁸

Hlavní změnou, kterou zákon kromě přetransponové směrnice AIFMD přináší, je možnost založení nových investičních forem. To má zvýšit nabídku, která byla do té doby v ČR velmi omezená. Tři nejdůležitější nové formy jsou svěřenecký fond, akciová společnost s proměnným kapitálem (SICAV) a komanditní společnost na investiční listy. Zvláště zajímavé jsou druhé dvě formy, kde první umožňuje variabilně a rychle měnit velikost základního kapitálu (podobná forma existuje v mnoha evropských zemích) a druhá je ideální právní formou pro tzv. private equity nebo capital venture fondy, které nad rámec užívaných komanditních společností umožňují omezené ručení.

2.3. Situace v ostatních zemích

Obrázek 1 naznačuje situaci ohledně výše spravovaného kapitálu v jednotlivých zemích Evropské unie v roce 2009. Kromě velkých států s větším množstvím investorů jako Německo, Francie nebo Velká Británie jsou finančními centry Lucembursko, Irsko, Holandsko a v regionu střední a východní Evropy je to do značné míry Rakousko. V horizontu posledních 4 let vyhlásila Malta snahu stát se dalším finančním centrem. Na případ Malty, který může být pro Českou republiku do jisté míry inspirativní, se blížeji zaměřujeme dále v textu.

Obrázek 1: Porovnání UCITS a AIF¹⁾ trhů v EU (Q4 2009, mld. EUR)



Zdroj : Czech Republic for Finance

Směrnice AIFMD vytváří příležitost pro členské státy kvůli redomicilaci nebo vzniku nových fondů na území Evropské unie. To, kam daný fond zamíří, záleží také na rychlosti a kvalitě transpozice směrnice do národního práva. Proto se podívejme, jak na tom byly členské státy koncem roku 2013. Do té doby dokázalo směrnici implementovat 15 členských států včetně České republiky. Podíváme-li se na složení této skupiny, obsahuje tradiční centra jako Lucembursko (to reagovalo ze všech států nejrychleji), Holandsko, Irsko nebo Velkou Británii, ale také trhy s prozatím ne tak rozvinutým trhem alternativních fondů jako Slovensko nebo Lotyšsko.

18 Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech

12 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5be36af8-838b-11e3-86c9-00144feab7de.html#axzz329dGI2CL>

13 depozitář má v úschově nebo v evidenci majetek fondu, a kontroluje, zda fond s tímto majetkem nakládá v souladu se zákonem a statutem fondu. (MFCR – Transpozice směrnice o správcích alternativních investičních fondů)

14 AIFMD: Beware the tax impacts; KPMG (<https://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/AIFMDbewarethetaximpacts.pdf>)

15 http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-572_en.htm?locale=en

16 Responding to the new reality, Alternative Investment Fund Managers Directive Survey; Deloitte (<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Industries/Financial%20Services/uk-fs-aifmd-survey-responding-new-reality.pdf>)

17 Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the Fourth Quarter 2013; EFAMA (<http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Release%202013%20Q4%20Update.pdf>)

V dalších čtyřech zemích byla nicméně implementace v procesu a v tento moment je již dokončena. Navíc evropská regulatorní autorita (ESMA) indikuje, že ani nedokončený legislativní proces by neměl být závažnou bariérou pro vstup fondů na daný trh.¹⁹

2.3.1. Malta²⁰

Od znovuzvolení v roce 2008 se maltský premiér Lawrence Gonzi snaží udělat z Malty finanční centrum Středomoří, hlavně pro hedgeové fondy. V dokumentu Víze 2015 maltská vláda představila plán dosáhnout podílu 25 % finančních služeb na celkovém HDP právě do roku 2015. Od té doby se jí podařilo zvyšovat podíl finančních služeb i přes hospodářskou krizi, a ačkoliv hodnota kapitálu na trhu fondů činila koncem roku 2012 10,3 miliard eur, což je stále zlomek hodnoty aktiv v Lucembursku, stává se z Malty stále důležitější hráč regionu. V žebříčku finančních center (Global Financial Centres Index) obsadila 53. místo těsně za Milánem, ale například před Madridem, Dublnem a Brusel. ²¹ Důležitými prvky maltské strategie jsou kredibilní a otevřená politika maltské vlády a všech institucí a regulátorů, relativně nízké náklady (50 % – 60 % nákladů oproti Irsku a Lucembursku) ²² a rychlost regulace. S ukončením přechodného období směrnice AIFMD pro fondy se očekává ještě větší nárůst redomicilace na Maltu, kde už teď je trh tvořen především z non-UCITS fondů.

Nicméně kromě pozitivních dopadů na ekonomiku, má podpora finančních služeb i své negativní konsekvence. První je zvýšená náchylnost na šoky na finančních trzích. I přes to, že na Maltě sídlí převážně správci fondů a že současná regulace má za úkol snížit riziko šoků na finančních trzích, případná krize velikosti té právě odeznívající by měla na maltskou ekonomiku velký dopad.

Druhým problémem je, že některé fondové struktury nepodléhají dokonalé transparentnosti a někdy jsou dokonce spojovány s daňovými úniky nebo úniky kapitálu. Ačkoliv v indexu Financial Secrecy, který hodnotí transparentnost finančních služeb, dosáhla Malta 44 ze 100 bodů, ²³ což je poměrně dobrá hodnota a je lepší než v případě většiny daňových rájů, ostatní ukazatele představují komplexnější obrázek. Maltská vláda se už několik let snaží neúspěšně bojovat s daňovými úniky pomocí různých opatření včetně daňových amnestií. ²⁴ Kromě toho studie A.T. Kerney označila velikost šedé ekonomiky ²⁵ na 26 % HDP, což je vysoce nad jinými finančními centry jako Lucembursko (8,4 %) nebo Nizozemsko (10 %), v České republice je velikost šedé ekonomiky v poměru k HDP 15,5 %. ²⁶

Malta má za sebou také první skandál, kdy se ukázalo, že britská energetická společnost Npower využívala maltské společnosti k přesunu zisků mezi ní a mateřskou společností RWE a tím se vyhýbala placení daní. To bylo britskou společností přijato velmi nelibě i z toho důvodu, že ve stejnou dobu, kdy přesouvala zisky, zvýšila ceny energií o 9 %. Na celý případ upozornila nezisková organizace 38 Degrees, která se snažila přesvědčit Brity, aby přestali využívat služby Npoweru a tím ji potrestali za vyhýbání se zdanění. ²⁷ Ačkoliv se nejedná o případ spojený přímo s alternativními fondy, ukazuje na celkové nastavení transparentnosti finančních institucí na Maltě.

3. Příležitost pro ČR

Směrnice AIFMD bude mít za následek přesun správců fondů z mimoevropských destinací do EU. Ačkoliv efekt může z velké části být, že zvýšené nároky a regulace vyvolají odliv z evropských trhů, pravděpodobněji se zdá být scénář se zvýšením přesunu správců fondů do EU. Tento proces je již v chodu, protože směrnice vstoupila v účinnost už 22. července 2013. Nicméně stále ještě probíhá roční přechodné období, během kterého musí všechny fondy splnit podmínky nové regulace. Je pravděpodobné, že největší vlna redomicilace, případně zakládání nových fondů bude probíhat během tohoto, maximálně příštího roku. Po vyčerpání této vlny nelze očekávat podobně velký nárůst. I přes to, že je proces v běhu, má smysl podívat se na pozici České republiky v tomto procesu a zamyslet se nad dlouhodobější vizí a rolí ČR na trzích alternativních fondů. V této analýze rozlišíme dvě roviny: krátkodobější spojenou s nalákáním správců alternativních fondů a dlouhodobější s přilákáním většího počtu alternativních fondů investujících přímo v ČR.

19 AIFMD: the Road to implementation; Ernst and Young ([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_AIFMD:_the_road_to_implementation/\\$FILE/EY-AIMA-Survey-September-2013-AIFMD-the-road-to-implementation.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_AIFMD:_the_road_to_implementation/$FILE/EY-AIMA-Survey-September-2013-AIFMD-the-road-to-implementation.pdf))

20 Hedge funds review, 2010/2011

21 <http://www.independent.com.mt/articles/2013-10-03/news/maltas-financial-centre-ranking-climbs-15-spots-2784493568/>

22 <http://www.hedgeweek.com/2013/09/27/190534/malta-offers-hedge-funds-choice-two-vehicles-under-aifmd>

23 Financial Secrecy Index 2013 (<http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Malta.pdf>)

24 <http://www.timesofmalta.com/articles/view/20131213/editorial/Tax-evasion-beyond-good-intentions.498765>

25 Šedá ekonomika obsahuje všechny ekonomické aktivity, které jsou prováděny mimo dosah státních institucí. Mezi takové aktivity se nepočítají kriminální aktivity.

26 The Shadow Economy in Europe 2013, A.T. Kearney (http://www.atkearney.com/financial-institutions/featured-article/-/asset_publisher/j8lucAqMqEhB/content/the-shadow-economy-in-europe-2013/10192)

27 <http://www.theguardian.com/money/2013/may/18/npower-heat-accusations-tax-avoidance>

3.1. Krátkodobější pohled

3.1.1. Ekonomické přínosy

Z iniciativy českého kapitálového trhu vznikl projekt „Česká republika – finanční centrum Evropy“, který podpořila porada ekonomických ministrů vlády ČR. Projekt si klade za cíl vytvořit vhodné prostředí pro administraci a obhospodařování alternativních fondů tak, aby si při redomicilaci část správců vybrala právě Českou republiku. Z důvodové zprávy k zákonu o kolektivním investování ²⁸ a dokumentů Czech Republic for Finance ²⁹ vyplývá, že pro Českou republiku by touto snahou nevznikly žádné dodatečné náklady pro státní rozpočet. Naopak zvýšení počtu správců alternativních fondů v ČR by vedlo ke zvýšení odborných pracovních míst ve finančním sektoru (účetnictví, služby depozitáře, právní služby, daňové poradenství nebo audit).

Dopad na státní rozpočet byl odhadován v důvodové zprávě k zákonu a výpočty také uvádí dokumenty Czech Republic for Finance. My se zaměříme na propočty z důvodové zprávy. Ta modeluje konzervativní scénář dvojnásobného zvýšení podílu správy celkového kapitálu v EU z 0,08 % na 0,16 % a s optimističtější variantou 2 %. Dopad na státní rozpočet by neprobíhal přímo ze zdanění správců fondů. Ti by platili spíše nízké poplatky a jejich přínos do státního rozpočtu by nebyl významný. Hlavní zdroj příjmů by probíhal naopak ze zdanění příjmů služeb navázaných na správce fondů, zdanění práce a DPH. V případě konzervativního scénáře je přínos na rozpočet vypočten na 2 miliardy korun ročně, v optimističtější variantě 2 % pak na 24,95 miliardy korun ročně. ³⁰ Podle odhadů by to znamenalo zhruba 600 nových přímo vytvořených pracovních míst a 2600 nepřímých u první varianty, u druhé varianty 2700 přímo a přes 15000 nových pracovních míst nepřímých. Ačkoliv jsou to pouze odhady, jejichž přesnost se ex ante těžko posuzuje, odhalují přinejmenším mechanismy, kterými by státní rozpočet získával dodatečné prostředky po zvýšení počtu správců alternativních fondů v ČR.

3.1.2. Co by měla ČR udělat?

Jedním z požadavků projektu „Česká republika – finanční centrum Evropy“ bylo rychlé a kvalitní převedení směrnice AIFMD do české právní úpravy, čímž by ČR získala komparativní výhodu oproti jiným zemím. ČR patřila v rámci EU k těm rychlejší zemím, takže z tohoto pohledu svoji úlohu zvládla. Kvalitu převedení si netroufáme odhadnout a žádné dokumenty k tomuto tématu nejsou k dispozici, proto tuto oblast musíme nechat bez hlubší analýzy. Je nicméně faktem, že došlo k rozšíření nabídky právních forem alternativního investování včetně formy s proměnlivým základním kapitálem.

Co by mohla Česká republika z krátkodobého hlediska ještě udělat? Tady je zajímavá inspirace již několikrát zmiňovanou Maltou, která vyhlásila rozvoj do finančního centra regionu jako svoji hlavní prioritu. To se tak úplně nestalo v případě ČR. Vláda sice po určitou dobu přiřazovala této iniciativě vyšší prioritu, nicméně ne prvořadou. Právě takováto deklarace by pomohla kredibilně zvýšit očekávání správců fondů, kteří by předpokládali pozitivní vývoj i ve středně a dlouhodobém horizontu. Druhým prvkem je vytvoření mezinárodní marketingové strategie, která by nalákala fondy právě do České republiky, kde opět jako vzor může sloužit Malta, popřípadě Lucembursko. To je nejlepší prakticky ve všech oblastech na trzích fondů, tedy i v dobrém marketingu. Třetím prvkem je tzv. „politika otevřených dveří“. Pod tím si lze představit otevřenost a časová flexibilita příslušných státních úřadů v čele s regulátorem, v českém případě ČNB. Výše zmíněné změny jsou především deklaratorní, další diskuze by se mohla vést ohledně rozšíření palety právních forem, daňovém nastavení apod.

3.1.3. Má cenu politicky investovat do vytvoření příznivých podmínek pro správu fondů?

Ačkoliv vytvoření finančního centra z České republiky alespoň v regionu střední Evropy nevyžaduje velké prostředky ze státního rozpočtu, vyžaduje velkou politickou iniciativu a podporu. Je proto důležité se ptát po tom, jestli taková snaha dává v současné konstelaci smysl. Pokud je řeč o snaze vlády, mluvíme o dlouhodobější snaze zahrnující nejenom současnou možnost vytvořenou AIFMD, ale i nalákání investic z alternativních fondů do ČR.

Vytvoření finančního centra z ČR určitě není ve stínu ostatních problémů (fungování státní správy, korupce, nezaměstnanost apod.) tou nejzajímavější agendou z pohledu voliče. To je dáno třemi faktory. Zaprvé, fungování finančních trhů valná většina obyvatel nerozumí. Zadruhé, finanční trhy a speciálně hráči na nich jako banky,

28 Důvodová zpráva k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech

29 Czech Republic for Finance (http://www.crff.cz/download/TK_131111_Prezentace_CRFF.pdf)

30 Pro bližší seznámení s modelem a předpoklady doporučujeme přímo Důvodovou zprávu k návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech

spekulanti nebo i fondy jsou často označovány jako viníci současné krize. Zatřetí, fondové investování má velmi špatnou pověst od 90. let po kuponové privatizaci, při které část populace ztratila část nebo všechny svoje úspory v investičních privatizačních fondech.

Dlouhodobější pohled

Z dlouhodobějšího pohledu jde nejen o nalákání správců fondů do ČR, ale i o nalákání investic z fondů. Jaké výhody a nevýhody by to pro ČR mohlo mít? Z pozitiv jsme už zmiňovali dopad na státní rozpočet a na počet nově vytvořených pracovních míst v sektorech s vysokou přidanou hodnotou. Ve své studii Czech Republic for Finance dále zmiňuje příznivý efekt pro český stát, protože investoři investující v dané zemi se k ní chovají jinak, než kdyby tam peníze investovány neměli. Tento argument je samozřejmě velmi těžké zhodnotit, ale je možné, že by tím Česká republika získala vyšší kredit v rámci evropské osmadvacítky.

Protože se v tomto dokumentu zaměřujeme pouze na alternativní fondy investování, záměrně vynecháváme kapitálové trhy. Nicméně přilákání obhospodařovatelů (správců) fondů by mohlo přilákat i investice samotné. Jaké zde existují možnosti, které by pro fondy a zároveň stát mohly být zajímavé?

Jednou z možných investičních příležitostí pro fondy alternativního investování jsou tzv. PPP projekty, což jsou projekty spojující kapitál ze soukromého a veřejného sektoru. Ty mohou mít různou podobu jako výstavba dálnic, nemocnic, škol nebo například sociálního bydlení. Do takových projektů by se mohly zapojit například infrastrukturní nebo nemovitostní typy fondů. Prozatím nejsou takové typy projektů v ČR skoro vůbec využívány. Napomoci rozvoji spolupráce soukromého a veřejného sektoru by mohla i nová politika Evropské komise, která stále více při financování tlačí na návratnost projektů a na spolupráci se soukromým sektorem. Druhou možností je využití kapitálu z private equity fondů, které by mohly například napomoci rozvoji menšího a středního podnikání.

Samozřejmě ani takové investování není bez rizika. PPP projekty je náročnější a dražší vypsát. Vzhledem k tomu, že projekty mají dlouhodobě sloužit ve veřejném zájmu, musí být kontrakt ošetřen tak, aby tento zájem byl zajištěn, protože soukromý sektor k tomu sám nemá motivaci. PPP projekty nesou riziko, že soukromý sektor nebude investovat do nevýdělečného projektu, proto buď musí veřejný sektor buď přenechat ziskový projekt nebo projekt dotovat. V neposlední řadě, při komplexitě takových projektů je často obtížné ošetřit každou možnost, která může nastat, což může vést k navýšení nákladů.³¹ Je i řada projektů, kde jsou velké pochybnosti okolo efektivity a vysokých nákladů, které často musel převzít stát jako například výstavba londýnského metra, výstavba dálnice D1 na Slovensku nebo stavba čističky odpadních vod v chorvatském Záhřebu.³²

3.2. Daňové nastavení

Oproti běžným korporacím, které jsou většinou vázány na zemi, ve které působí, je pohyb kapitálu mnohem jednodušší a v případě kdy není vytvořeno vhodné prostředí, investor (jak veřejnost tak především institucionální investor) může v rámci EU velmi jednoduše své finanční prostředky směřovat do zemí s příhodnějšími podmínkami.³³ V České republice zatím postavení fondů z daňových hledisek nijak významně nevybočuje z přístupů ke zdaňování jiných podnikatelských subjektů. Rozdíl je samozřejmě v sazbě daně, ale jinak je na fondy uplatňována většina zákonných úprav pro jiné podnikatelské subjekty a zákon o daních z příjmů či o dani z přidané hodnoty fondy nijak zvlášť nezmiňuje. Vzhledem k tomu, že doposud je většina domácích fondů založena jako fondy podílové tedy bez právní subjektivity, přináší to s sebou celou řadu problémů. Daňový systém totiž přímo nepočítá s existencí něčeho, co právní subjektivitu nemá a po zavedení nových typů fondů se tento problém objevil v celé šíři. Nejvíce je tato situace vidět u fondů nemovitostních. Na první pohled zde může docházet k daňové arbitráži pro právnické osoby, ale na druhé straně vznikly určité problémy s nemožností odpisovat nemovitosti (případně jejich příslušenství) na subjektu, který nemá právní subjektivitu nebo přeceňovací rozdíly z držení obchodních podílů v nemovitostních společnostech. Některé problémy se podařilo překonat výkladem zákona, ale některé problémy přetrvávají (nemožnost odepisovat a tedy nutnost pořizovat investice především prostřednictvím nemovitostních společností). Vzhledem k tomu, že budou převažovat investice těchto fondů prostřednictvím nemovitostních společností a nikoliv přímo, vzniká daňově velmi komplikované schéma:

Podílový fond nemovitostní vlastní obchodní podíl na nemovitostní společnosti, ta výnosy zdaňuje sazbou daně z příjmu právnických osob 19%, výnos ve formě dividendy přesunuje na úroveň fondu a ten je zdaněn 5%. Pokud investor podílové listy, odprodá, vstupuje mu do základu daně rozdíl z ceny prodaných cenných papírů (zde samozřejmě může u fyzických osob dojít k uplatnění osvobození na základě 3 letého testu).

Dalším problémem je, že fondy bez právní subjektivity nejsou daňovým poplatníkem ani daně z příjmu ani daně z přidané hodnoty, ale tuto funkci plní přímo investiční společnost, která fondy spravuje. V praxi vzniká problém jak obhospodařovat fondy s různými typy aktiv (nemovitostní fondy a fondy cenných papírů). Na úrovni investiční společnosti se totiž počítá pouze jeden koeficient pro účely odpočtu DPH a tato situace má negativní vliv na investice nemovitostního fondu. V oblasti daně z příjmu odvádí investiční společnost saldo za všechny obhospodařované fondy, což může v praxi často vyvolávat problémy při následných daňových kontrolách. Řešením by bylo upravení zákona tak, aby se podílové fondy bez právní subjektivity mohly stát plátcí DPH, případně upravit fondy v daňových zákonech podrobněji s respektováním určitých odlišností oproti běžným obchodním společnostem.³⁴

Je zřejmé, že příznivé daňové prostředí není pouze o sazbě daně, ale vůbec o celém schématu zdaňování tak, aby se na počátku definovalo, jakému účelu mají fondy sloužit. Tyto kroky nejsou vůbec jednoduché, protože řešíme optimální schéma jak pro stát, tak i pro investory a těmi mohou být jak tuzemské fyzické či právnické osoby, tak také zahraniční fyzické či právnické osoby (zde do celého schématu vstupují smlouvy o dvojím zdanění a uznávání společností za zdaněné či daňově transparentní).

3.3. Nevýhody

V rámci vyvážené diskuse o vytváření podmínek pro přesun správců alternativních fondů do České republiky je třeba vnímat i kritické argumenty. Nejde pouze o otázku míry finančního rizika, která byla zmíněna v předešlé kapitole. Příznivé prostředí je v zemích jako například Lucembursko spojeno s podmínkami, které nahrávají vysoké míře finančního a bankovního tajemství, jehož lze efektivně využít k praní špinavých peněz, anebo nadměrné daňové optimalizaci.³⁵

Je důležité, aby snahy o podporu alternativních investičních fondů v České republice nevedly ke zhoršení standardů v oblasti transparentnosti. Například v případě zmiňovaného Lucemburska, které patří k hlavním finančním centrům EU, poslední zpráva FATF³⁶ hodnotí plnění 49 doporučení v devíti případech jako nevyhovující a pouze jeden případ označuje stupněm „vyhovující“³⁷. Nedostatky lze v případě Lucemburska označit za poměrně závažné. Týkají se například uchovávání informací o transakcích a jejich sdílení s kompetentními institucemi, prokazování skutečných vlastníků v případě trustů, nedostatečné kontroly dodržování pravidel proti praní špinavých peněz, nízkých či zcela nepoužívaných sankcí spojených za jejich nedodržování ze strany některých finančních institucí anebo podhodnocování rizik spojených s obchodováním s klienty ze zemí, které se neřídí doporučeními FATF. Benevolence v těchto bodech je na druhé straně pro některé manažery fondů důvodem, proč si za svůj domicil vybrali právě Lucembursko.

V souvislosti s finančním tajemstvím je na místě zdůraznit, že nová směrnice AIFMD, i když dosud nevstoupila plně v platnost (přechodné období skončí v červenci letošního roku) a v některých ohledech začne plně platit až od roku 2018, představuje poměrně zásadní krok směrem k vyšší transparentnosti alternativních investičních fondů, respektive fondů dosud nepodléhajících regulaci. Podle AIFMD budou muset správci alternativních fondů při žádosti o udělení licence předložit informace o osobě správce či údaje o akcionářích (informace budou uloženy v centrálním rejstříku spravovaném ESMA), informovat investory o investiční strategii, totožnosti správce, depozitáře fondu, auditora a dalších subjektů, poskytovat svému domovskému regulátorovi výroční zprávu za každý spravovaný fond nebo jej informovat o podílech fondu ve společnostech, které nejsou kótovány.³⁸ Postupně (plně od roku 2018) se opatření směrnice stanou závaznými i pro správce, kteří nemají sídlo v rámci EU, avšak spravují unijní fond, nebo jej nabízejí investorům v rámci EU. I území jako například Guernsey, Jersey, Britské Panenské ostrovy či Kajmanské ostrovy (označované za daňové ráje) budou muset zajistit výměnu informací ohledně správce, daní a opatření proti praní špinavých peněz mezi vlastními úřady a EU.

Téma nadměrné daňové optimalizace je oproti diskusi o finanční a daňové transparentnosti ještě složitější a politicky citlivější. I přesto považujeme za důležité zde zmínit, vzhledem k omezenému prostoru, alespoň základní obrysy tohoto problému. Jak jsme uvedli v části o ekonomických přínosech (3.1.1) příchod alternativních fondů do ČR by měl z hlediska státního rozpočtu význam především v souvislosti s výběrem nepřímých daní. Tedy nikoliv daně z příjmu těchto fondů, ale ze zdanění jejich zaměstnanců, daně z přidané hodnoty a souvisejících služeb. V porovnání s okolními zeměmi je zdanění investičních fondů (i kapitálových příjmů obecně) v České republice vyšší. Lze předpokládat, že vytvářením příznivějších podmínek pro tento typ finančních institucí a jejich příchodem by současně stoupal tlak na snižování přímých daní v tomto odvětví (tato diskuse zde probíhala na podzim 2013). V takovém případě je třeba zvážit, zda jsou přínosy AIF natolik významné, že je (politicky) obhajitelné

31 Světová banka (<http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/overview/ppp-objectives>)

32 <http://bankwatch.org/public-private-partnerships/case-studies>

33 Česká republika jako mezinárodní poskytovatel administrativních služeb pro správce alternativních fondů, Martin Hanzlík

34 Martin Hanzlík, Analýza situace fondů kolektivního investování v ČR z pohledu jeho případné podpory

35 tímto spojením máme na mysli anglický termín tax avoidance, pro které čeština nemá přesný překlad.

36 FATF je mezivládní uskupení vytvořené v roce 1989 s cílem potírat praní špinavých peněz, financování terorismu a šíření zbraní hromadného ničení. Experti jeho evropské větve (známá pod označením MONEYVAL) pravidelně hodnotí členské státy z hlediska dodržování 49 doporučení. Hodnocení se pohybuje na škále nevyhovující (NC), přes částečně vyhovující (PC), převážně vyhovující (LC) až po vyhovující (C).

37 Například Česká republika nebyla v žádném bodě hodnocena stupněm „nevyhovující“.

38 Jde jen o výběr z opatření. Více informací lze najít např. <http://www.bbh.cz/files/bulletin/aifmd-bulletin-bbh-rijen-2011.pdf>

vytvoření zvlášť výhodných podmínek pro určitý specifický sektor ekonomiky. Jde spíše o politickou debatu, jež je však v době napjatých státních rozpočtů a rostoucího zadlužení poměrně aktuální.

Navíc některé formy investičních fondů jsou zřizovány především z důvodu daňové optimalizace, čímž přispívají ke zvyšování daňové soutěže. Tu někteří vnímají jako podmínku růstu,³⁹ řada vlád i institucí (např. OECD či EU) ji považují spíše za rostoucí nebezpečí pro fungování vyspělých států. OECD v roce 2013 spustila ambiciózní plán, který má omezit erozi daňové základny a přesouvání zisků (BEPS).⁴⁰ Jedním z návrhů, který je součástí BEPS a zároveň je již delší dobu na agendě Evropské komise, je zpřesnění účetního výkaznictví pro velké nadnárodní firmy, které by v budoucnu musely vykazovat své hospodaření po jednotlivých zemích, v nichž působí, čímž by se snížila jejich možnost přesouvat zisky do dceřiných společností v zemích s výhodnějším zdaněním.

Finanční sektor spolu s velkými korporacemi těmto a podobným iniciativám příliš nepřeje. Snaha o vytvoření příznivějších podmínek pro příchod alternativních investičních fondů do ČR tak může narážet na snahu české vlády zlepšit výběr daní, což kromě jiného znamená omezení eroze daňové základny a možnosti přesouvat zisky (resp. optimalizovat).

Jak jsme podotkli výše, jde především o politickou dimenzi, která by měla být součástí (i když třeba ne tou nejdůležitější) často poměrně technické diskuse o rozvoji trhu alternativních fondů v ČR. Pro tuto diskusi jsou klíčové otázky, za jakých podmínek zde budou alternativní investiční fondy fungovat (např. čím nalákáme manažery fondů, aby místo na Maltu zamířili do České republiky) a jakými způsoby lze podpořit pozitivní přínosy nejen pro investory a finanční sektor, ale který bude mít význam i pro rozvoj ČR.

Právě taková diskuse může pomoci v překonání určitých protikladů (např. snaha o vyšší výběr daní vs. podpora aktérů, u nichž je příjem z přímých daní nízký apod.), zmírnit kontroverznost návrhu, kterou může pociťovat část veřejnosti, která vnímá finanční sektor jako jednoho z původců krize a v konečném důsledku přispět k lepšímu porozumění možných přínosů i potenciálních rizik ze strany finančního sektoru.

39 Dobře to dokumentuje výrok ministra financí Lucemburska Luc Fiedeho, který na summitu OECD v květnu 2013 prohlásil, že „chceme-li podporovat růst, potřebujeme daňovou soutěž“.

40 Iniciativa je známa pod označením BEPS z anglického *base erosion and profit shifting*.

ALTERNATIVNÍ INVESTIČNÍ FONDY V ČR / odkladový sešit pro debatu

Vydal: Glopolis, Praha 2014

Autoři: Jiří Čáslavka, Ondřej Kopečný, Václav Korbel
Autoři děkují za komentáře a doplnění Martinu Hanzlíkovi. Za případné chyby a nepřesnosti však nesou odpovědnost jen a pouze autoři textu.

Grafický design: Creative heroes (www.creativeheroes.cz)

Vydavatel: Glopolis
Soukenická 23, 110 00 Praha 1
Tel./fax: +420 272 661 132
www.glopolis.org



Tento dokument vznikl s účastí RSJ a.s. a je součástí společného projektu analytického centra Glopolis a společnosti RSJ a.s., jehož snahou je rozklíčovat základní kořeny finanční krize, problémy s fungováním finančního sektoru a přispět tak k hledání jeho udržitelných reforem. I když jsme si vědomi rozdílů v názorech a v posuzování některých aspektů finančních trhů, shodujeme s v potřebě kultivovat a prohlubovat debatu o aktivitách finančního sektoru a jeho vlivu na ekonomiku a na hledání férových a konstruktivních řešení. Více na www.glopolis.org/cs/projekty/projekt-na-financni-krizi-s-rozumem/



Glopolis je nezávislé analytické centrum se zaměřením na globální výzvy a příslušné odpovědi České republiky a EU. Ve spolupráci s těmi, kteří utvářejí politiku, byznys a veřejné mínění, je naším dlouhodobým cílem zlepšit politickou kulturu a přispět k přechodu na chytrou ekonomiku, k energetické a potravinové zodpovědnosti. Více informací na www.glopolis.org.