

Shrnutí závěrečné zprávy z hodnocení dopadů návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech (RIA)

Tento dokument obsahuje shrnutí závěrečné zprávy z hodnocení dopadů návrhu zákona o investičních společnostech a investičních fondech, jde-li hodnocení těchto dvou navrhovaných změn oproti platnému zákonu o kolektivním investování¹:

- 1) Návrh na rozšíření výčtu právních forem, které mohou mít investiční fondy včetně návrhu na zavedení formy akciové společnosti s proměnným kapitálem (známě ve frankofonních zemích jako SICAV, „société d'investissement à capital variable“) v oblasti standardních fondů. (Viz. část **Kvantitativní analýza dopadů rozšíření výčtu přípustných právních forem**).
- 2) Návrh na oddělení úpravy subjektů obhospodařovatele a administrátora investičního fondu. (Viz. část **Kvalitativní analýza dopadů oddělené úpravy povinností obhospodařovatele a administrátora**).

Platná právní úprava požaduje, aby fond kolektivního investování měl vždy právní formu akciové společnosti nebo podílového fondu. Tzv. „standardní fondy“, tj. fondy určené široké veřejnosti a podléhající směrnici UCITS IV, musejí mít vždy právní formu podílového fondu (§ 4 zákona o kolektivním investování) a pouze speciální fondy určené zkušenějším investorům a fondy kvalifikovaných investorů mohou mít formu akciové společnosti (jedná se potom o tzv. „investiční fondy“, viz. § 4 zákona o kolektivním investování). Tím se tuzemská úprava odlišuje od právních rádu většiny států Evropské unie, které znají navíc institut akciové společnosti s proměnným kapitálem (SICAV), přičemž tato forma je zpravidla přípustná i v případě standardních fondů. Státy Evropské unie s vyspělými trhy kolektivního investování rovněž umožňují investiční entity v podobě „trustu“ (svěrenského fondu), komanditní společnosti, společnosti s ručením omezeným, družstva, evropské společnosti, nebo evropské družstevní společnosti.

RIA obsahuje kvalitativní a kvantitativní analýzu dopadů rozšíření výčtu přípustných právních forem. V kvalitativní části se zaměřujeme především na analýzu fenoménu akciové společnosti s proměnným kapitálem. V kvantitativní části se pak zaměřujeme na otázku, jaké přínosy, resp. jaké náklady, mohou pro český trh práce a pro státní rozpočet vyplývat z navrhovaných opatření. RIA rovněž obsahuje kvalitativní analýzu dopadů navrhovaného oddělení úpravy subjektů obhospodařovatele a administrátora.

Kvalitativní analýza přínosů a nákladů zavedení formy akciové společnosti s proměnným kapitálem (SICAV)

Nejzásadnější zvažovanou změnou je možnost zavedení formy SICAV. RIA se proto zabývá konkrétním porovnáním přínosů a nákladů této formy.

¹ RIA rovněž vyhodnocuje transpozici ustanovení směrnic UCITS IV a AIFMD, kde směrnice poskytují českému zákonodárci volbu z několika možných variant. U těchto „diskrecí“ provedené hodnocení variant v tomto shrnutí pomíjíme a odkazujeme na úplné znění RIA.

Podstatou akciové společnosti s proměnným kapitálem (oproti běžné akciové společnosti) je to, že zákon nepředepisuje složitou proceduru pro navyšování a snižování základního kapitálu, ale k proměnám základního kapitálu dochází automaticky při vydávání a odkupování investičních akcií (které zde představují obdobu podílových listů, které vydává a odkupuje podílový fond). Akciová společnost s proměnným kapitálem tak naplňuje klíčové znaky tzv. „otevřeného fondu“, tedy fondu, který může být nabízen široké veřejnosti, protože zaručuje dostatečnou likviditu investic. Zároveň akciové společnosti s proměnným kapitálem mohou tvořit tzv. „podfondy“, tj. účetně oddělené soubory majetku, v jejichž rámci je možné realizovat různé investiční strategie. Podfondy umožňují investorům vybírat z nabídky investičních strategií a přesouvat své investice mezi „podfondy“ v rámci jedné společnosti, tedy s nižšími nebo žádnými poplatky.

Pro posouzení výhod akciové společnosti s proměnným kapitálem z pohledu obhospodařovatelů investičních fondů je zásadní její srovnání s uspořádáním „*Investiční společnost – podílový fond*“. Navrhovaný model akciové společnosti s proměnným kapitálem s podfondy nabízí nižší vstupní bariéry i vyšší flexibilitu:

- 1) Procedura získání povolení typické „investiční společnosti“ je náročná, což vyplývá i z úpravy investičních společností ve směrnících UCITS IV a AIFMD. V obou zmíněných směrnících je investiční společnost (tzv. „management company“) regulována odděleně od samosprávného fondu s právní osobností (tzv. „investment company“), tedy akciové společnosti s proměnným kapitálem. U samosprávné akciové společnosti s proměnným kapitálem jsou procedury získání povolení obecně jednodušší a požadavky na kapitálovou vybavenost nižší. Některé konkrétní aspekty uvádíme v následujících dvou bodech.
- 2) Podle výše uvedených směrnic je minimální výše vlastního kapitálu podílového fondu 1 250 000 EUR. U akciové společnosti s proměnným kapitálem platí tato minimální výše vlastního kapitálu pro celou společnost i pro všechny podfondy dohromady. Z toho plyne, že forma akciové společnosti s proměnným kapitálem umožňuje spravování menších fondů, resp. povinnosti týkající se minimální výše kapitálu jsou zde zmírněny.
- 3) Vlastní kapitál investiční společnosti je nutné navyšovat dle objemu spravovaného majetku a musí být uložen v likvidních pozicích (jedná se o opatření podle směrnic UCITS IV a AIFMD za účelem zajištění likvidity). Tento požadavek se nicméně nevztahuje na samosprávnou akciovou společnost s proměnným kapitálem, která tak může všechny spravované prostředky investovat s vyššími výnosy.

Z výše uvedeného vyplývá, že zavedení formy SICAV může vést ke zvýšení atraktivity českého právního prostředí pro subjekty obhospodařující investiční fondy, protože tato forma nabízí menší vstupní bariéry, ale i větší flexibilitu. Připuštění akciové společnosti s proměnným kapitálem je tak jedním ze způsobů jak lze výrazně přispět k nárůstu podílu České republiky na Evropském trhu v oblasti kolektivního investování.

Kvantitativní analýza dopadů rozšíření výčtu přípustných právních forem

Ke konci roku 2011 byl objem majetku spravovaného ve fondech se sídlem v České republice 155,1 mld. Korun. Toto představovalo **pouhých 0,08% z celkového majetku spravovaného ve fondech se sídlem v Evropské unii.**²

Tato čísla indikují, že existuje značný potenciál pro zvýšení podílu ČR na Evropském trhu fondového investování. Zavedení většího počtu právních forem je nezbytným předpokladem pro zvýšení atraktivity českého právního prostředí jak pro správce investičních fondů a tak i pro samotné investory. RIA je proto založena na předpokladu, že rozšíření výčtu přípustných právních forem je krokem ke zvýšení podílu České republiky na evropském trhu kolektivního investování.

Kvantitativní analýza předpokládá tři možné scénáře vývoje pro příštích 10 let. Tyto scénáře jsou definovány na základě předpokládaného podílu České republiky na evropském trhu kolektivního investování (tj. podíl majetku ve správě investičních fondů se sídlem v České republice z celkového majetku ve správě investičních fondů se sídlem v Evropské unii):

- **Scénář 0: Zachování stávajícího podílu na evropském trhu, tj. 0,08%.**
- **Scénář 1: Zdvojnásobení podílu na 0,16%.**
- **Scénář 2: Dosažení 2% podílu na trhu.**

Zdvojnásobení podílu na evropském trhu, tj. dosažení podílu 0,16%, je v krátkém období velmi reálným cílem. Tento scénář například odpovídá podílu, který má v současnosti například Maďarsko. Maďarsko je podobně situovaná země střední Evropy, která navíc prošla podobným ekonomickým vývojem za posledních 20 let jako Česká republika. Získání podílu 2 % trhu EU je podstatně ambicióznějším cílem. Nicméně i tento scénář je vysoce realistický, protože odpovídá podílu, který má například naše sousední země Rakousko, nebo Švédsko. Zmíněné dvě země přitom nejsou považovány za klíčová finanční centra Evropy a představují spíše určitou standardní úroveň rozvoje trhu fondového investování. (Země jako Lucembursko či Velká Británie, ale i Francie a Německo, mají podstatně vyšší podíl na trhu.)

Současný přímý přínos sektoru kolektivního investování do státního rozpočtu odhadujeme na 1 mld. Korun ročně.³ Předpokládáme-li, že mzdy zaměstnanců a poplatky odváděné obhospodařovatelům budou růst proporčně k objemu obhospodařovaného majetku, **vzrostou při druhém scénáři přímé příjmy státního rozpočtu na 2 mld. korun. Dopad na pracovní trh se pak projeví nárůstem stávajícího počtu zaměstnanců společností angažovaných v této oblasti ze 478 na 576**⁴. K tomu je nutné vzít v úvahu existenci nepřímých pracovních míst (tedy pracovních míst u dodavatelů). Ačkoli organizace EFAMA odhaduje pro francouzský trh koeficient 5,59⁵, my pro český trh předpokládáme konzervativnější koeficient 1,8. **Celkový počet pracovních míst investičních společností včetně nepřímo vytvořených je pak 576 x 1,8 = 1037.** Vezmeme-li v úvahu, že se jedná o vysoce kvalifikovaná pracovní místa, není tento počet zanedbatelný.

² Zdroj: AKAT, EFAMA: "Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2011 and Results for the Full Year 2011", www.efama.org. Údaj „Assets under management“ je odhadem EFAMA uvedeným v publikaci "Asset Management in Europe, May 2012".

³ Jedná se o výběr daně z příjmu právnických a fyzických osob a daně z přidané hodnoty.

⁴ Vycházíme z odhadu počtu zaměstnanců všech českých investičních společností na základě výročních zpráv těchto společností ke konci roku 2011. Zahrnut je rovněž odhad obchodníků s cennými papíry, kteří jsou obhospodařovateli prostředky klientů. Rovněž při analýze scénářů předpokládáme, že k nárůstu objemu spravovaných prostředků dochází pouze ve fondech, nikoli na individuálních portfoliích spravovaných těmito společnostmi. Proto

K výše uvedeným propočtům je nutné dodat, že se zde projeví tlumící efekty, mimo jiné v podobě zvyšování „efektivity práce“, tedy faktu, že počet zaměstnanců bude růst pomaleji než objem obhospodařovaného majetku. Nárůst počtu pracovních míst tedy bude nižší, nicméně růst bude produktivita práce a tak i konkurenceschopnost české pracovní síly, což dále podpoří rozvoj v sektoru.⁶

Budeme-li uvažovat ambicióznější 2. scénář, tedy nárůst podílu České republiky ze stávajícího podílu 0,08% na 2% evropského trhu, znamenalo by to **zásadní nárůst příjmů státního rozpočtu na 24,95 mld. Korun a nárůst celkového počtu přímých i nepřímých pracovních míst v oblasti správy aktiv na 4992** (bez započtení „tlumících efektů“, tedy před zohledněním nárůstu produktivity práce).

Pro porovnání příjmů a výdajů ze státního rozpočtu vycházíme z předpokladu, že náklady ČNB na dohled nad tímto sektorem představují 5 až 10% celkových správních nákladů ČNB (jedná se o záměrně značně nadsazený předpoklad). ČNB ve své výroční zprávě vykazuje správní náklady za rok 2011 celkem 1,6 mld. korun (převážně mzdové náklady), odhadem tedy představují v roce 2011 náklady na dohled spojený se správou fondů kolektivního investování a fondů kvalifikovaných investorů 160 mil. korun. Pro zjednodušení předpokládáme, že náklady orgánu dohledu porostou přímo úměrně s objemem majetku ve správě fondů:

	Přínosy do státního rozpočtu	Administrativní náklady orgánu dohledu (mld. korun)
Zachování podílu 0,08%	1,00	0,16
Nárůst podílu na 0,16%	2,00	0,32
Nárůst podílu na 2%	24,95	3,992

Tabulka ukazuje, že i při značně nadsazených odhadech nákladů na dohled jsou tyto náklady ve srovnání s příjmy státního rozpočtu relativně nízké. Z toho vyplývá:

- **Nárůst podílu České republiky na trhu kolektivního investování je z pohledu veřejných financí dlouhodobě udržitelný.**
- **Ve všech scénářích jsou náklady pro státní rozpočet zanedbatelné ve srovnání s příjmy.**

Je zřejmé, že potenciální přínosy při scénáři 1 (tedy při zanedbatelném nárůstu podílu České republiky na Evropském trhu) jsou vysoké ve srovnání s prostředky, které stát vynakládá na činnosti orgánu regulace a dohledu pro finanční trhy.

zdvynásobení objemu majetku ve fondech představuje podstatně menší nárůst celkových prostředků ve správě investičních společností a tím i menší procentuální nárůst zaměstnanců. Detaily výpočtů jsou uvedeny ve zprávě RIA.

⁵ „Les emplois dans la gestion pour compte de tiers“, studie ze září 2011, asociace AFG (L'Association Française de la Gestion financière). AFG odhaduje, že pro každé přímé pracovní místo je vytvořeno 4,6 pracovních míst v souvisejících odvětvích, tzn. celkový počet pracovních míst představuje 5,59-násobek přímo vytvořených míst. EFAMA přebírá tento koeficient ve své zprávě „Asset management report 2012“.

⁶ Kromě tlumících efektů nicméně lze vzít v úvahu i potenciální podpůrné efekty. Jedním z nich je například fakt, že dle informací EFAMA objem prostředků obhospodařovaných ve fondech se sídlem v Evropské unii za posledních 20 let roste lineárně o cca 330 mld. EUR ročně. Lze tedy konstatovat, že i zájem investorů o investice do fondů dlouhodobě roste, což výše uvedené odhady ovlivní ve směru většího růstu. Zohlednění tohoto faktu je provedeno v úplné zprávě RIA.

Kvalitativní analýza dopadů oddělené úpravy povinností obhospodařovatele a administrátora

Návrh oddělené úpravy povinností obhospodařovatele a administrátora se týká způsobu, jakým jsou v zákoně upraveny situace, kdy obhospodařovatel (správce) nemá zájem sám vykonávat administrativní činnosti spojené s obhospodařováním investičního fondu ale preferuje v oblasti administrativních úkonů využití služeb specializovaného subjektu. Prvním přístupem je umožnit toto výhradně na základě outsourcingu, resp. delegace (varianta 0), druhým přístupem je definovat specifický subjekt „administrátora“ a přímo upravit povinnosti tohoto administrátora v návrhu zákona (varianta 1). Zatímco v případě varianty 0 zůstává celá odpovědnost za obhospodařování a administraci na obhospodařovateli, v případě varianty 1 je odpovědnost obhospodařovatele a administrátora oddělena.

Uvedená varianta 1 je nicméně přípustná pouze pro speciální fondy a fondy kvalifikovaných investorů, protože v případě standardních fondů směrnice UCITS IV jednoznačně stanoví, že odpovědnost za administrativní činnosti spočívá na obhospodařovateli.

Varianta 1 má dva klíčové přínosy:

- Administrátorem může být podle této varianty i subjekt, který nemá povolení k činnosti investiční společnosti, nebo srovnatelné oprávnění jiného členského státu. (Návrh zákona za tímto účelem zavádí subjekt „hlavního administrátora“, tj. právnickou osobu, která získá povolení pouze k výkonu činnosti administrátora investičního fondu.)
- Zvyšuje se variabilita uspořádání vztahů mezi subjekty vykonávající obhospodařování a administrativu investičních fondů.

Na straně nákladů budou dopady minimální, protože obhospodařovatel může vždy zvolit i variantu outsourcingu, tj. být „administrátorem“ sám, případně delegovat nějakou část této činnosti na subdodavatele. Na základě výše uvedených argumentů RIA dochází k závěru, že tato navrhovaná změna pouze zvyšuje spektrum možností pro zúčastněné subjekty a může tak rovněž celkově přispět k atraktivitě českého prostředí.

Závěr

RIA tedy dospívá k těmto hlavním závěrům:

Přínosy potenciálního nárůstu podílu České republiky na trhu kolektivního investování v Evropské unii jsou nezanedbatelné a značně převyšují prostředky, které stát vynakládá při výkonu činnosti dohledu a regulace.

Porovnání formy akciové společnosti s proměnným kapitálem (SICAV) se stávajícím převažujícím modelem podílového fondu ukazuje, že rozšířením právních forem je možné snížit náklady a zvýšit flexibilitu při zakládání vehikulů pro kolektivní investování.

Koncepce specifického subjektu „administrátora“, jehož povinnosti jsou přímo upraveny návrhem zákona, umožňuje více variant v uspořádání vztahů mezi subjekty vykonávajícími obhospodařování a administraci investičních fondů a může tak vést ke zvýšení atraktivity České republiky jako sídla investičních fondů.