

Peter Ondrčka

ZDAŇOVÁNÍ VÝNOSU Z PRODEJE CENNÝCH PAPÍRŮ V ČESKÉ REPUBLICE A VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EVROPSKÉ UNIE

***Abstract:** The subject of this paper is the effectiveness of selecting the securities portfolio in relation to investment risks. The examination focuses on the risk of changes in income securities trading. Comparison of the proceeds of the securities portfolio in relation to legislative changes in taxation revenue is next to examining the risks of changes in interest rates and inflation a precondition of portfolio optimisation.*

***Keywords:** capital market, portfolio selection, tax rules, fundamental analysis, technical analysis, evaluation, risk management, portfolio theory, optimisation, tax time test*

JEL: G 1

Optimalizace portfolia investorů

Charakteristickým znakem současného období jsou nejen velké fluktuace na kapitálovém trhu, ale také neočekávané změny v podmínkách obchodování s cennými papíry. Tyto změny mají podstatný dopad na výběr a optimalizaci portfolia investorů, kteří musí zahrnout do své analýzy všechna investiční rizika.

O jaké rizika se jedná? Kromě rizika změny úrokové míry, inflačního rizika, ztráty likvidity, měnového rizika především riziko změny zdanění výnosů při obchodování s cennými papíry. Právě toto bude předmětem analýzy.

Není dostatečně možné toto riziko předvídat, neboť závisí od politických, neekonomických předpokladů. Pro investora je ovšem důležité reagovat na tyto změny, které jednotlivé státy v daňové politice provádí. Jedná se především o dvě úrovně.

1. na úrovni celé EU – navrhovaná daň z finančních transakcí,
2. na úrovni jednotlivých států.

(Tady chci především analyzovat dopad zavedení delšího časového testu při prodeji cenných papírů v ČR.)

Problematika optimalizace tvorby portfolia [5] zaměřena na selektivní výběr cenných papírů s cílem vytvořit optimální portfolio je mikroekonomická disciplína zkoumající jaké kombinace aktiv je potřebné vytvořit, aby portfolio mělo předem

dané a optimální vlastnosti. Cílem optimalizace je samozřejmě dosažení maximálního zisku s co možná nejmenším rizikem.

Základy teorie portfolia položil a sestavil Henry Markowitz. Markowitzův model [3] je modelem hledání optimálního portfolia pro investora s určitými preferencemi. Je vybudován s pomocí teorie pravděpodobnosti a statistiky. Jedním z jeho velkých kladů je, že dokázal významnost diverzifikace.

Výnosy a rizika na sobě vzájemně závisí. Každá třída aktiv (Markowitz je pojmenoval jako Asset-Class) má dlouhodobě takový výnos, který odpovídá jejímu rizikovému stupni. Nadprůměrný výnos je spojen vždy s nadprůměrným rizikem. Neexistuje žádný finanční instrument s vysokými výnosy a nízkým rizikem. O výši zisku a výši rizika rozhodují specifické investiční strategie. Klíč k nastavení rizika a optimalizaci struktury výnosů/rizik je v diverzifikaci.

Později na Markowitze navázal James Tobin (1918-2002). Založil teorii rizika, v níž zdůrazňuje substituční vztah mezi rizikem a výnosem širokého spektra aktiv včetně peněz. Tobin bere v úvahu vliv nejistoty (zejména ohledně vývoje kurzů cenných papírů) na chování investora. Ti si uvědomují riziko ztráty spojené s držbou akcií, které je obvykle přímo úměrné očekávanému výnosu.

Pro investory je riziko tím vyšší a očekávaný výnos rovněž tím vyšší, čím větší podíl majetku bude mít v cenných papírech. Tobin vytvořil model optimální struktury portfolia volbou té kombinaci cenných papírů a peněz, která mu přináší nejvyšší očekávaný užitek. Tento očekávaný užitek závisí na jeho subjektivním ocenění kombinací výnosů a rizik. Tobin použil v modelu tohoto rozhodování indiferentní křivky, vyjadřující stejnou užitečnost, jako danému ekonomickému subjektu přinášejí různé kombinace rizik a výnosů spojených s držbou cenných papírů. Ke změně optimální struktury portfolia může dojít v případě změn úrokové míry. Nejvyššího užítka je dosaženo v bodě, kde se přímka výnosů stává tečnou indiferentní křivky.

Součástí moderní teorie portfolia je také Sharpeho Capital Asset Pricing Model [7], který na Markowitze také navazuje a specifikuje zejména teorii rovnováhy aktiv i celých kapitálových trhů. Capital Asset Pricing nebo také Sharpeho model, ve kterém dosavadní teorie rozšířil na rovnovážnou teorii efektivní diversifikace akciového portfolia při oceňování kapitálových aktiv.

Jde vlastně o proces přidání cenných papírů do portfolia za účelem snížení celkového rizika portfolia prostřednictvím snížení jedinečného rizika [4]. Nesystematické (jedinečné) riziko vyplývá z jedinečnosti cenných papírů v portfoliu. Systematické (tržní) riziko je na druhou stranu nediverzifikovatelné. Mírou tohoto rizika je koeficient beta. Koeficient beta odráží, v jaké míře určitý cenný papír podléhá vlivu všeobecného tržního poklesu či vzestupu, a vlastně tak měří příspěvek cenného papíru k riziku portfolia. V „průměru“ se cena určité akcie při růstu trhu o 1 % zvýší o beta této akcie. Většina akcií má standardní odchylku větší než tržní průměr, velkou část jejich variability představuje tzv. jedinečné riziko, které lze na rozdíl od tržního rizika odstranit diversifikací.

V současné době se prosazuje také hodnotový přístup k investování, neboli hledání podhodnocených akcií kvalitních firem, jehož hlavním představitelem je Benja-

min Graham. Byl jeden ze zakladatelů teorie fundamentální analýzy a hodnotového investování. Následně jeho žák Warren Buffet [2] stanovil pravidla výběru akcií do portfolia, které lze aplikovat na modelové portfolio, které bude podrobena analýze v této práci.

Motivem státu v období doznívající ekonomické krize je zvýšení příjmu státního rozpočtu přímým či nepřímým zvyšováním daní. K tomu dochází v České republice od 1. 1. 2014 přijetím vládního návrhu ohledně prodloužení časového testu.

S účinností od 1. ledna 2014 dochází k následujícím změnám: výrazné prodloužení lhůty pro osvobození příjmů fyzických osob z prodeje cenných papírů, tzv. časový test se prodlouží z šesti měsíců na tři roky (§ 4 odst. 1 písm. w), od daně jsou nezávisle na splnění časového testu osvobozeny příjmy z prodeje cenných papírů a příjmy z podílů připadající na podílový list při zrušení podílového fondu, pokud jejich úhrn u poplatníka nepřesáhne ve zdaňovacím období 100 000 korun (§ 10 odst. 3 písm. c)). Tyto změny nepůsobí retroaktivně. Dle Čl. II – Přechodných ustanovení platí, že u osvobození příjmů z prodeje cenných papírů, nabytých přede dnem nabytí účinnosti tohoto zákonného opatření Senátu, se postupuje podle § 4 odst. 1 písm. w) zákona č. 586/1992 Sb., ve znění účinném před dnem nabytí účinnosti tohoto zákonného opatření Senátu.

Zdaňování výnosu z prodeje cenných papírů

Podle sdělení Generálního finančního ředitelství [8] způsob stanovení základu daně a daňové povinnosti k dani z příjmů jsou dány zákonem č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů ve znění pozdějších předpisů (dále jen ZDP), s předpokladem, že tazatel je fyzická osoba, která nemá cenné papíry zahrnuté v obchodním majetku a nemůže uplatnit tzv. časový test podle ust. § 4 odst. 1 písm. w) ZDP.

Potom platí ust. § 10 odst. 5 ZDP, kdy lze při prodeji akcií uplatnit jako výdaj jejich nabývací cenu, další výdaje související s uskutečněním prodeje a také platby za obchodování na trhu s cennými papíry při pořízení akcií.

V případě, že tazatel nakupuje v průběhu určitého časového úseku jeden akciový titul za různé ceny a následně jej postupně prodává, pro potřeby zjištění nabývací ceny akcií postupuje podle účetních předpisů, přestože účetnictví nevede. Volí tedy ze dvou variant tu, která je pro něj výhodnější – buď metodu FIFO, nebo vážený aritmetický průměr.

Koncept tvorby daně z příjmu při prodeji cenných papírů ve vztahu k optimální tvorbě portfolia vychází z různých daňových úrovní.

Daň z příjmů fyzických osob, která v České republice dosahuje 22 %, je sedmá nejnižší v celé evropské sedmadvacítce. Nejvyšší daň se platí ve Švédsku (56,6 %), Dánsku (55,6 %) či Belgii (53,7 %) a naopak nejnižší sazbu mají státy jako je Bulharsko (10 %), Litva (15 %), Maďarsko a Rumunsko (oba 16 %) nebo sousední Slovensko (19 %). Průměr evropské sedmadvacítky se podle pravidelné zprávy o daňových tendrech, kterou zveřejnil Evropský statistický úřad (Eurostat), tvoří 38,3 %.

Podle současné legislativy jsou příjmy z prodeje cenných papírů u fyzických osob za splnění určitých podmínek osvobozeny již po šesti měsících držby. Novela tento tzv. časový test pro osvobození ale prodlužuje na dobu tří let, která musí uplynout mezi nabytím a převodem. Pokud tato doba nebude splněna, bude příjem z prodeje cenných papírů zdanění podléhat. Nová pravidla se však budou dle přechodných ustanovení týkat až cenných papírů nabytých po 1. 1. 2014. Pro cenné papíry nabyté do konce roku 2013 tak bude platit dosavadní šestiměsíční časový test.

Prohlubováním globalizace se současně zvyšuje tlak na investory, kteří jsou nuceni řídit svoje portfolio efektivněji. Proto optimalizace portfolia se zohledněním všech rizik je stále aktuálnější.

Daňová sazba se právě od roku 2014 výrazně mění a mění tak explicitně celkovou anualizovanou výnosnost. Tato analýza je vysoce aktuální, neboť po dlouhých letech osvobození od daně z prodeje cenných papírů, pokud je investor držel 6 měsíců, se tato doba prodlužuje až na 3 roky, a tím dává podnět ke změně koncepce tvorby optimálního portfolia.

Celková čistá anualizovaná výnosnost

Tato veličina vychází z teorie portfolia, je ovšem vypočítaná se zřetelem na daňové zatížení. Jak se promítne do rozhodování optimálního portfolia prodloužení časového testu pro osvobození příjmů z prodeje cenných papírů ze šesti měsíců na tři roky bude předmětem této práce. Alespoň tak dlouhá doba by měla uplynout od nákupu po prodej cenných papírů, aby jejich majitel nemusel zdaňovat vygenerovaný zisk.

Současně a nezávisle na plnění časového testu však začne platit i roční limit pro osvobození příjmů z prodeje cenných papírů, které nesmí být předmětem obchodního majetku, a to ve výši 100 tisíc korun. To by mělo usnadnit výpočet drobnějším investorům.

Sazby daně se v jednotlivých státech liší. Není proto možné předpokládat univerzální výnosnost investic. Srovnání daňových úrovní umožní získat lepší přehled o daňových pravidlech jednotlivých států [6]. Tím se bude také měnit anualizovaná výnosnost jednotlivých portfolií. *Současně je potřebné zohlednit, že některé investiční účty nebudou zdaňovány vůbec, pokud se dodrží limit časového testu, výnosnost bude záviset od jednotlivých daňových zákonů státu. Kalkulace čistého výnosu se tak bude lišit dle prostředí, ve kterém investujeme.*

Na základě výše uvedeného budeme kalkulovat čistou anualizovanou výnosnost po zdanění dle následujícího vzorce:

$$\left(p * \frac{100-D}{100} : M \right) * 12 = A$$

P – příjem z investic

D – účinná daňová sazba

M – počet měsíců držení investice

A – čistá anualizovaná výnosnost po zdanění.

To platí za předpokladu, že všechny investiční příjmy podléhají stejnému režimu zdanění, co je obvyklé, neboť zpravidla investor má otevřený jeden účet u jednoho obchodníka v jednom státě a zdaňuje dle těchto pravidel výnos z celého portfolia. Je potřeba prozkoumat, jak se promítne různá délka držení jednotlivých akcií, proto bude i kalkulace vzorových portfolií předmětem další analýzy. Jednotlivá portfolia se budou lišit v délce držení akcií investorem.

Další možností bude výběr takového portfolia, kde načasujeme prodej ziskových pozic proti prodeji ztrátových tak, aby spadaly do jednoho časového období a tak optimalizovali daňové povinnosti.

Ministerstvo financí vydalo metodický pokyn jak zdanění provádět, a to metodou, kterou zvolí sám investor. Může si vybrat first in first out nebo first in last out. Pro ilustraci uvádíme následující příklad.

Příklad:

Investor nakoupí 3 000 akcií ČEZ v období 3 měsíců

10/2014	1200 ks	Nákupní cena	523 czk
11/2014	700 ks		621 czk
12/2014	1100 ks		586 czk
Prodá			
10/2015	400 ks		730 czk
11/2014	1300 ks		742 czk

Jak postupovat, do příjmu zařadit akcie kupované dříve nebo si vybrat kterýkoliv termín? To je otázka, kterou je potřebné vyřešit, neboť výklad je nejasný nebo neexistuje. A to právě proto, že novým zákonným opatřením se mají řídit investoři až při vyplňování daňového přiznání v březnu 2015.

Pokud změnou daňových pravidel a prodloužením časového testu dochází ke změně investorské strategie z krátkodobého obchodování na dlouhodobé držení akcií explicitně, vzrůstá význam fundamentální analýzy akcií. Vycházíme z předpokladu, že cena akcie na burze v krátkodobém horizontu se odchyluje podstatně víc od své vnitřní hodnoty než ze středně a dlouhodobého horizontu. Proto je pro investora z dlouhodobého hlediska důležitější znát vnitřní hodnotu akcie, tedy provést fundamentální analýzu akcie vybrané do portfolia.

Časový rámec (time frame)

Při stanovování optimálního výběru portfolia je nutné zohlednit jak výběr samotných titulů, tak i časový rámec (time frame) pro držení jednotlivých pozic, definovat přesné časové rámce a odhadovat dlouhodobé trendy pomocí technické a fundamentální analýzy [1]. Následně je nutné vybrat akcie do modelového portfolia, splňující zadané kritéria.

Modelování proběhlo na akcích společnosti ČEZ obchodované na BCPP.

Vybrané akcie musí splňovat tyto níže uvedené předpoklady:

1. Adekvátní velikost. Nakupovat velké a prominentní společnosti s dostatečně silnou pozicí na trhu.
2. Silné finanční zázemí.
3. Výplata dividend alespoň 20 let.
4. Ani jeden ztrátový rok za posledních 10 let.
5. Růst zisku na akcii za 10 let alespoň o 1/3 (cca 3 % ročně).
6. Cena akcie by neměla být vyšší než 1,5 násobek čisté hodnoty aktiv (účetní hodnoty) akcie, tzn. zjednodušeně aktiva – závazky = účetní hodnota – P/B.
7. Cena by neměla být vyšší než 15x průměrný zisk za poslední 3 roky (ukazatel P/E nižší než 15).

Vnitřní hodnota akcie /Příklad na akcii ČEZ/

$$V^* = \frac{EPS \times (8.5 + 2g) \times 4.4}{Y}$$

V – vnitřní hodnota

EPS – zisk společnosti za posledních 12 měsíců

8.5 – konstanta reprezentující ideální P/E pro nerůstovou akcii

g – předpokládaný dlouhodobý (alespoň 5letý) růst zisku společnosti

4.4 – průměrný výnos dobře hodnoceného korporátního dluhopisu v roce 1962)

Y – současný výnos korporátního AAA dluhopisu

Příklad analýzy u společnosti ČEZ

Budeme počítat pouze s 5 % růstem zisku do budoucna a na dluhopisy použijeme údaje z Yahoo pro desetileté korporátní bondy – místo 4.4 dosadíme bond s ratingem A a místo Y bond s ratingem AAA

$$V = (77,56 \times (8,5 + 2 \times 0,05) \times 3,84) / 3,41$$

$$V = 751 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie ČEZu 751 Kč, což by znamenalo cca 250 Kč růstový potenciál a tím pádem zisk cca 50 % + dividendy. Rozhodně by se do akcie vyplatilo investovat na delší období. Kolik bude činit čistý výnos, závisí od délky držení akcie a výše zdanění výnosu, pokud by byla akcie prodána před vypršením časového testu. Tomu bude podrobena analýza v modelových portfoliích a následně vyhodnocena efektivita jednotlivých postupů u dalších modelovaných akcií.

Další uvažované daně, tzv. Tobinova daň

Evropská komise 14. 2. 2013 oznámila, že by měla od začátku roku 2014 v 11 zemích eurozóny platit daň z finančních transakcí (variace Tobinovy daně).

Navrhovaná sazba daně na obchody s akciemi a dluhopisy činí 0,1 % z objemu a na obchody s deriváty 0,01 %, neměla by se vztahovat na běžné finanční operace občanů a podniků typu: hypotéky, pojištění podnikové úvěry atd. Oficiálním cílem tohoto zdanění je „snaha o spravedlivější příspěvek finančních institucí k nákladům na řešení evropské dluhové krize“. Dle propočtu EU by měla přinést cca 35 miliard eur.

Tato daň se snaží eliminovat možné přesunutí do daňových rájů. Existuje návrh, aby se daň platila z každého cenného papíru nebo derivátu podle toho, kde byl emitován, bez ohledu na to, kde se s ním obchoduje. Výsledkem tohoto kroku bude jistě přesun emisní aktivity do zemí, kde tato daň platit nebude.

Obchody s deriváty jsou mnohonásobně větší než celosvětové HDP, a proto jakýkoli pokus o zdanění na tuto oblast velmi citelně dolehne. Jakékoli zvýšení nákladů pro spekulanty s nízkou marží a vysokým objemem obchodů (high-frekvency trading) donutí tyto obchodníky hledat trhy, jež nebudou touto daní postihnuty. Odliv tohoto druhu obchodů však neprospěje nikomu, jelikož spekulanty daná likvidita snižuje spready a vytváří hloubku trhu. Vzhledem k tomu, že se tito obchodníci zaměřují i na trhy státních dluhopisů evropských zemí, může se tato daň při odlivu spekulativního kapitálu ukázat jako dvousečnou zbraní.

V roce 2011 Evropská komise navrhla daň mezi jedním promile a jedním procentem ze všech finančních transakcí. Návrh někteří členové unie vetovali, ale 11 zemí se rozhodlo nějakou podobu daně vytvořit a spolupracovat. Dnes však dalo Slovinsko najevo pochybnosti, zda bude –li kvůli své nynější vládní krizi – v projektu dál pokračovat. Zemí, které daň chtějí zavést, tak určitě zůstává deset. Proti jsou státy, jako je Velká Británie, Švédsko nebo Lucembursko.

Odpůrci se staví proti dani kvůli tomu, že uvažovaná daň by mohla povzbudit banky a finanční společnosti k přemístění aktivit z Evropy, protože obchodování je globální a jiné země světa takové zdanění nezavedou. Vadí také možné *finanční dopady* na země mimo systém posílené spolupráce. Británie už celý koncept napadla u Soudního dvora EU, který ale její žalobu odmítl. Mezi zeměmi, které daň prosadit chtějí, je také Slovensko.

Jaké přesně nástroje a v jakém rozsahu by měly být daní zasaženy ale zatím vyřešeno není. *Alternativní návrhy* podoby daně by měly spolupracující země představit do konce letošního roku. Mluví se o možném zdanění derivátů, akcií, ale není to ještě přesně specifikováno.

Závěr

Problematika zdanění výnosu z prodeje cenných papírů je v odborné literatuře zpracována minimálně. Moderní teorie výběru portfolia řeší především otázky kvalitativní volby cenného papíru, výnos ve vztahu k riziku. Tento výnos je ovšem

zásadně ovlivněn změnami v daňových sazbách, a tím explicitně ovlivňuje celkový absolutní výnos investice. Metodika výpočtu daně se zohledněním časového testu ještě zpracována nebyla.

Literatura

- [1] ELTON, E. J. et al.: *Modern portfolio theory and investment analysis. 8th ed.* NJ: John Wiley & Sons, 2011. 727 s. ISBN 978-0-470-50584-7.
- [2] HANSEN, J. L., 2011: Coping with Emerging Federalism – Working with Securities Trading in the European Union. In: *Nordic Journal of International Law* [online]. Vol. 80, issue 3, s. 351-367 [2014-03-03]. Plný text dostupný z: <http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=4e5a3ba2-de05-4b3a-9ade-4f23e8ba9e87%40sessionmgr4001&vid=5&hid=4106>
- [3] MARKOWITZ, H.: *Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments*. 1. vyd. New Heaven: Yale University Press, 1959. 356 s. ISBN 978-030013726.
- [4] MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [5] REJNUŠ, O.: *Finanční trhy*. 1. vyd. Brno: KEY Publishing, 2008. 565 s. ISBN 978-80-87071-87-8.
- [6] REŽŇÁKOVÁ, M.: *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 224 s. ISBN: 978-80-247-1922- 1.
- [7] SHARPE, W. F. – ALEXANDER, G. J.: *Investice*. 4. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994. 810 s. ISBN 80-85605-47-3.
- [8] VRÁNA, P.: Generální finanční ředitelství: *Zdaňování výnosu z prodeje cenných papírů*. In: [online]. s. 1 [cit. 2014-05-27]. DOI: Č. j.: 25 100/14/7001-11100-013994.

Poznámka: príspevok neprešiel jazykovou úpravou.