

Omezení tvorby transferových cen – možnosti a implikace nastavení obvyklé úrokové míry[#]

*Jiří Jakoubek**

1 Úvod

Transferové ceny se v posledních letech staly nedílnou součástí finančního managementu podnikových uskupení operujících na nadnárodní úrovni (tzv. MNE, angl. multinational enterprises). V popularizačních i odborných textech dříve často zmiňovaný požadavek nadnárodnosti ustoupil do pozadí, aby se většina principů a pravidel vztáhla zcela správně i na tuzemské osoby a obecným definičním bodem se stala spojenost těchto osob. V českých podmínkách pak zákon mluví o tzv. spojených osobách (zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů) a koncernech či podnikových uskupeních (zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník). Specifickou oblastí úpravy jsou pak tzv. transferové ceny, tedy ceny účtované mezi subjekty spřízněnými. Zjednodušeně lze říci, že ceny by měly být ve stejné výši jako ceny ve srovnatelné transakci za srovnatelných podmínek mezi subjekty nezávislými. Podstatou regulace je snaha správce daně o zamezení nezákonné optimalizace daňového základu subjektu formou přesunu zisků do míst s výhodnějším daňovým prostředím, případně k subjektu s výhodnějšími podmínkami (zde se již lze bavit i to tuzemském rozměru, zpravidla jde o přesun zisků k subjektu ve ztrátě či přesun k subjektu s jiným daňovým zvýhodněním – např. investiční fondy). Článek nerozlišuje mezi daňovým a tzv. manažerským pohledem (vnitropodnikové ceny pro management, více např. Roun (2005), ale nahlíží na transferovou cenu z hlediska její obecné výše dle požadavku „obvyklosti“, vyjádřeného principem tržního odstupu (angl. „arm’s length principle“, dale jen „ALP“), MFČR (2010)), a to také z toho důvodu, že na rozdíl od úhrad za zboží (méně služby) se s duálním účetním systémem pravděpodobně nesetkáme z důvodu vysokých nákladů takového systému. Tento článek tematicky navazuje a rozšiřuje poznatky článku Jakoubek (2012).

Většina prací zaměřených na determinaci transferové ceny se zabývá modelovou cenou jako úplatou za zboží či službu. Směrnice OECD se pouze zkratkovitě zmiňuje o transferové ceně za vnitroskupinové financování. Ne snad z titulu uvažování o této problematice jako okrajové, ale zejména pak z titulu silně specifického přístupu k cenotvorbě, jak je popsáno níže. Článek se zabývá právě touto, z perspektivy transferových cen velmi zřídka diskutovanou oblastí. Do této skupiny ale patří cenotvorba pro všechny instrumenty finančního trhu, nejen typické úvěry a půjčky. Obdobná logika se uplatňuje u faktoringových ujednání, úrokových swapů a jiných derivátových transakcí, včetně cash poolingových ujednání. Zároveň pak článek diskutuje aplikaci často zmiňovaného režimu tzv. safe harbours („bezpečných přístavišť“), za která lze při zjednodušení uvažovat pravidla nízké kapitalizace. Následující dvě kapitoly se budou věnovat jednotlivým variantám výše ceny a ve čtvrté pak bude provedeno jejich porovnání. Nejprve pojednáme o obecných principech tvorby financování za účelem vyvrácení názoru, že je možné aplikovat při tvorbě ceny tzv. tržní

[#] Tento příspěvek byl zpracován jako jeden z výstupů projektu Interní grantové agentury VŠE v Praze „Specifika a důsledky vnitroskupinového financování investičních a neinvestičních projektů“ (registrační číslo F1/25/2012).

^{*} Ing. Jiří Jakoubek – interní doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <jiri.jakoubek@gmail.com>.

metody dle OECD, zejména pak metodu „comparable uncontrolled price“ – CUP. Dále se pokusíme konfrontovat reálné možnosti tvorby se zásadami testu kapitalizace.

2 Transferová cena financování

Problematika externích zdrojů financování investic je oblastí značně různorodou a pestrou co do množství a variability různých přístupů a metodik ocenění. Stanovení ceny za financování se v podstatě dá vymezit jako hledání obvyklé ceny finančního trhu, zjednodušeně úroku. Pro odhadce bychom úlohu mohli definovat jako hledání oprávněné a obvyklé výše nákladů cizího kapitálu. Dle principu tržního odstupu by úroková sazba za vnitroskupinově poskytované finance měla být stanovena ve výši odpovídající úroku, který by na zdroje uvalila nezávislá finanční instituce. Toto vymezení na vnitroskupinovém finančním trhu nabývá na důležitosti zejména v případech specifických zejména pro takové trhy samotné – tedy poskytování financování akcionáři (obecně „shareholders“) bez snahy o splacení a s úrokem minimálním nebo nulovým. V tomto případě diskuse o obvyklé výši úrokové sazby podle mého postrádá významu, protože až reálná potřeba vypořádání závazku určí reálnou cenu této výpomoci. V případě, kdy se jedná o závazek s teoreticky nekonečnou dobou splatnosti (u společnosti splňující předpoklady „going concern“) je účelné kalkulovat o závazku jako neúročeném, v případě předpokládaného omezení podnikatelské živnosti (a přenechání závazku společnosti) by bylo vhodné nakládat se závazkem jako de facto součástí vlastního kapitálu a analogicky pak odvodit jeho náklady. Analytik by měl vždy provést posouzení skutečného stavu před stavem účetním, zejména pak analytik stanovující transferovou cenu nikoliv pouze za daňovým účelem, ale například pro ocenění společnosti. V dalším textu se soustředím na cizí kapitál, u nějž je předpoklad plnění stanovený smlouvou.

Vzhledem k výše uvedené definici je dále nutné zmínit, že obvykle definovaný požadavek srovnání se situací nezávislého poskytovatele je metodicky chybný, nebo alespoň značně neúplný. Smyslem vnitroskupinového trhu je zajištění transakcí a synergií, které by nezávislý dodavatel neposkytl – například společnost bude motivována k přijetí financí od subjektu spojeného a čerpání rezerv právě proto, že by účtovaný úrok nezávislé instituce byl vyšší. Logicky konzistentní cesta tedy spočívá v nalezení obvyklé výše úhrady a následně nutné revize hodnoty vzhledem ke specifickým podmínkám daného vztahu subjektů. Lze pak vyvodit, že v otázkách kategorie hodnoty dle oceňovacích standardů bude ve většině případů transferová cena kategorií hodnoty investiční, nikoliv tržní (jak v důsledku dovozuje též Skála a Skálová (2002)). Dále pak lze argumentovat proti výtkám původní definice tím, že zmíněná specifika jsou platná i pro ostatní trhy komodit s poukázáním, že analýza funkcí a rizik by měla odhalit a kvantifikovat rozdíly v účtovaných cenách. Argument je ale i teoreticky platný pouze částečně, vychází z předpokladu fungujícího trhu, kde subjekt nabízející službu není v pozici tzv. „price maker“, tedy tvůrce ceny. V případě kalkulace úhrady za přijaté financování je subjekt přijímající takové financování vždy částečně v pozici tvůrce ceny, na rozdíl od klasického prodeje zboží a služeb. Důkaz takového tvrzení je prostý – cenou za poskytnuté prostředky je úroková míra, která neodráží pouze faktor času, ale též faktor rizika. Zatímco na trhu zboží a služeb se struktura pasiv dlužníka nepromítá do ceny transakce, v případě finančního trhu se bonita dlužníka promítá do ceny vždy.

Jako typické nástroje financování si lze představit úvěry a půjčky. Není třeba se hlouběji zabývat rozdíly mezi instrumenty, ačkoliv diskuse v dané oblasti byla historicky značně zmatečná. Jako zcela dostačující rozdělení pro podmínky České republiky lze uvést, že půjčky jsou upraveny občanským zákoníkem (§ 657 – § 658, tzv. smlouva o půjčce), úvěry upravuje obchodní zákoník (zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v § 497 – § 507, tzv. smlouva o úvěru) a pro naše účely je znění obdobné. Rozdíl spočívá v nutnosti stanovení jistého úroku, zatímco smlouva o půjčce umožňuje půjčku bezúročnou (s příslušnými dopady do daně

darovací). V úpravě platné do 31. 12. 2007 stanovovala daňová správa obvyklý úrok u půjček v procentním poměru k diskontní sazbě ČNB. Zajímavý byl nesoulad v úhradách „přeshraničních“ transakcí, protože úprava se nevztahovala na půjčky v cizí měně. Jako podstatný fakt zmíním důsledek rozsudku Nejvyššího správního soudu č. j. 1 Afs 106/2004-57, podle něhož není bezúročná půjčka právním úkonem podléhající dani darovací. Nadále již nebudou specifika úročení zohledňována ani národními předpisy, ani formou poskytnutí peněžních prostředků. Jako alternativu či další instrumenty si pak lze představit zejména stále populárnější dluhopisy a to zejména v jejich dlouhodobé variantě.

2.1 Způsoby stanovení rizikové přírážky

Nejběžnější model stanovení úrokové míry úvěru (nadále pracujeme s pojmem úvěr, ačkoliv se vztahy často aplikují i v případě půjček a jiných instrumentů) předpokládá prostý součet bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky (kreditní marže), odrážející úvěrové riziko. Specifikům rizikových přírážek v obecné rovině se článek nevěnuje, literatura na toto téma je více než dostatečná

$$r = r_f + RP_{CK}, \quad (1)$$

kde r = náklady na cizí kapitál,
 r_f = bezriziková sazba,
 RP_{CK} = riziková premie cizího kapitálu.

Obecně lze tuto jednoduchou úvahu zredukovat na otázku kreditní přírážky (v modelu odrážející úvěrové riziko). Bohužel, teorie se v názoru na optimální model značně rozchází (na rozdíl od sice variantního, ale přesto prokazatelného způsobu doložení bezrizikové složky). Pro stanovení sazby v čase stabilnější (v ČR) se pak jako vhodné jeví užití zveřejňovaných základních sazeb bank, které obsahují i provozní složku a navyšují se pouze o kreditní marži. Často se lze setkat se sazbou odvozenou od sazeb referenčních, případně jako upravený výsledek (či časová projekce) z databáze časových řad ARAD. Považuji za důležité zmínit dvě omezující podmínky, které se často neuvažují

- Problematika garancí, kdy zajištění má silný vliv na přijetí úvěru a zároveň vliv na výši sjednané úrokové míry.
- Požadavek na proměnlivou výši úrokové míry (floating) u delších úvěrů.

Druhý požadavek reaguje na doporučení Směrnice OECD, která uvádí, že úrok by měl být navázán na typicky referenční mezibankovní sazbu (v ČR typicky 3M PRIBOR). Odhadci pracují většinou s výše zmíněným aditivním modelem odvození úroku, kdy se přírážka za riziko odvozuje principiálně formou benchmarku. Je však vhodné poznamenat, že při užití multiplikativního modelu budou závěry stejné. Z hlediska metod stanovení transferových cen by bylo prosté srovnání kreditních marží nejčistším a nejjednodušším řešením. Bohužel, toto řešení, vycházející ze znalostí dluhopisových kreditních marží na CDI bondy, má v logice své konstrukce jako elementární předpoklad silně rozvinutý kapitálový trh. Proto se naprosto jednoznačně doporučované řešení metodou CUP (metoda srovnatelné nezávislé ceny) nedá často uvažovat, v případě střední Evropy je pak tento názor velmi iluzorní. Jedná se zejména o nerespektování výše zmíněného faktu, že bonita dlužníka se promítá do konstrukce ceny jako navýšení úrokové platby. Jedinou variantou pro daný dluhový titul, danou splatností a konkrétním rizikem dlužníka by bylo vytvoření fiktivní poptávky na finanční instituci, což je však cesta opakovaně nepřijatelná zejm. z násl. Důvodů:

1. Samotné posouzení bankou je zpoplatněno procentem jistiny. Náklady na transfer pricingovou studii dosahují poměrně vysokých částek, proto nelze očekávat, že by

subjekt upřednostnil vysokou platbu za statický model, kdy by zároveň ručil za jeho správnost.

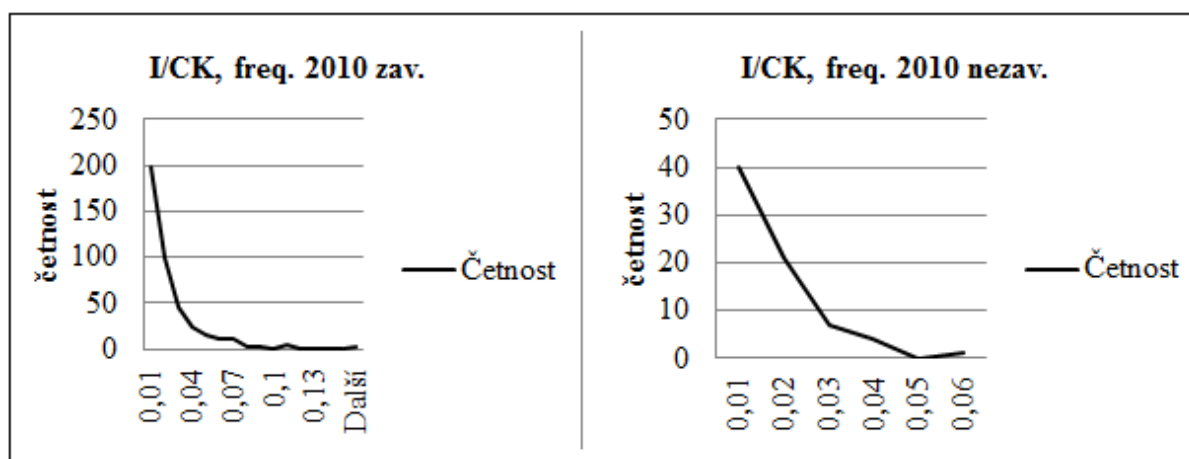
2. Manažeři společností nejsou motivováni sdělovat interní informace, jestliže existuje riziko ztráty vyjednávací pozice při skutečné následné potřebě přijetí úvěru.
3. Vnitroskupinové financování je výhodnější. Struktura vnitroskupinových úvěrů je jistě mnohem variabilnější, než rigidní úvěrová struktura. Pro provozní využití by fiktivní poptávka byla nadměrně složitým a nákladným systémem.

Jisté zpřístupnění spočívá ve využití modelu úrokového krytí, kdy je rating stanoven na základě finanční analýzy. V kombinaci s dostupnými databázemi agregovaných hodnot EBIT se jedná o velmi populární metodu, která má však silné nedostatky a upřednostňována je zejména z titulu jednoduchosti. V případě České republiky lze pak říci, že zásadní problém je pouze odložen a nikoliv řešen – jak bude ukázáno níže, problém nespočívá ve výpočtu ukazatele úrokového krytí, ale v relevanci transformace vypočteného krytí na rating a rizikovou přírážku. Jak ukázalo šetření na datech evropských společností dle databáze Amadeus, není vztah úrokového krytí a zadlužení prokázán jako statisticky významný. Lze předpokládat, že za respektování úrokového krytí jako nástroje benchmarku z obvyklé marže, by měl existovat významnější vztah

$$\frac{I}{EBIT} = b_0 + b_1 \cdot \frac{CK}{A} \quad (2)$$

Tento vztah statisticky nebyl potvrzen, koeficient determinace nenabyl hodnoty ani 5 % u vzorku 73 nezávislých společností s hlavním předmětem činnosti (vzorově) poskytování služeb v IT, u nichž mezi lety 2008, 2009 a 2010 rostl podíl cizího kapitálu na celkových aktivech. Statisticky nevýznamný byl též vztah pro 417 spojených subjektů za stejných podmínek výběru. Jak ukazuje obr. 1, celkem 84 % všech nezávislých subjektů má podíl úroků k cizímu kapitálu pod hodnotou 0,02. U spojených má naopak 30 % všech subjektů podíl nad touto hodnotou. Přehled rozdělení úroků vyplácených vzhledem k cizímu kapitálu:

Obr. 1: Hodnoty četností – histogramy 2010



Zdroj: Amadeus (2012), vlastní výpočet

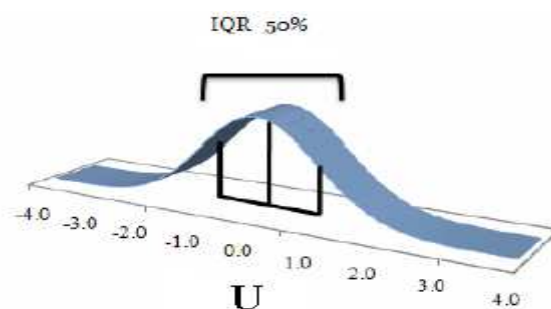
Poměrně primitivní propočet má relevanci v okamžiku, kdy je velmi nepravděpodobné očekávat, že společnost, u které chceme její transakce benchmarkovat, pravděpodobně nebude mít stanovený rating. K metodám, které již berou rating jako nutnost, se okrajově dostaneme až k závěru tohoto článku. Dle mého názoru jde, po rozšíření o tranzitivní matice přechodů mezi ratingy, o metody obcházející evidentní nedostatek ukazatelů založených na prostých srovnáních.

Pro krátkodobý benchmark se pak jako spolehlivější jeví druhý typ modelů, vycházející ze statistického zpracování úrokových sazeb z více úvěrů, jak například navrhuje Montero (2009). Tento způsob má ale zásadní nedostatky v tom, že využívá pouze dat z minulosti a je použitelný pouze na velmi krátká období predikce v řádech dnů. Jeho výhoda spočívá ve využití logiky směrnice o převodních cenách, jelikož uvažuje normální rozdělení úrokových sazeb a pracuje s intervalem 50 % nejčastějších hodnot (ačkoliv, jak sám zmiňuje, je vhodnější uvažovat rozdělení nikoliv normované normální, ale t-rozdělení). Model stojí na existenci dluhopisů se stejným profilem v měně, dynamice vývoje odvětví, časového rozložení transakce, doby splatnosti (dospělosti) a rizikových podmínek, jako cizí kapitál, jehož cenu stanovujeme, čímž naplňuje podmínky funkční analýzy a přitom používá objektivně aplikovaná data vycházející z konkrétního trhu. Jestliže společnost eviduje cizí kapitál získaný od externích finančních institucí a změny kapitálové struktury a rizikového profilu nejsou významné, lze se domnívat, že by bylo obhajitelné před správcem daně užití statistického odvození úrokové sazby stejným způsobem jako při využití CDI. Úvaha samozřejmě předpokládá, že přijaté finanční zdroje jsou určeny na financování stejné investice a tím mají obdobné charakteristiky (například developerský projekt). Metodu lze aplikovat i v případě možnosti užití CDI, zmíněné využití dluhopisů formou prostého srovnání by bylo obhajitelné pouze pro stanovení ceny ex post. Pro budoucí sazby není též vhodné, jelikož predikce výnosu CDI nejsou běžné (na rozdíl od predikcí swapů či pokladničních poukázek FED (dle dat z CBOT)).

Východiskem modelu je užití tzv. interkvartilového rozpětí (dále jen „IQR“) společně s normálním rozdělením a metodou Value at Risk (VaR). Zmíněným způsobem dochází k zajištění platnosti principu tržního odstupu při poskytování cizího kapitálu ve skupině. IQR zachycuje rozpětí 50 % středních hodnot statistického vzorku. V našem případě se bude jednat o středních 50 % hodnot úrokových sazeb. Obdobu tohoto ukazatele se běžně používá i při práci s výsledky obvyklé ziskovosti z databáze Amadeus. Eliminuje se tak vliv 25 % krajních hodnot, které považujeme za extrémny (vzorek pak obsahuje data daná rozdílem horního a dolního kvartilu). Předpokládáme, že stanovení úrokové míry v rozmezí IQR vytvořeného ze systému CDI či úroků externích úvěrů odpovídá principu tržního odstupu.

Normální rozdělení zabezpečuje symetrické rozdělení hodnot se střední hodnotou odpovídajícím mediánu. Předpokládáme, že při dostatečně velkém základním souboru by tento stav odpovídal realitě. Studie, jako například Saunders, Cornet (2005) zabývající se statistickým vývojem historických výnosů CDI zmiňují, že průběh odpovídá spíše Studentovu t-rozdělení, díky menšímu rozptylu hodnot okolo střední hodnoty. Díky omezení daným hranicemi IQR se krajní hodnoty přibližují ose X v následujícím grafu. Užití Studentova rozdělení vede k zúžení výsledného rozpětí hodnot a větší koncentraci kolem střední hodnoty. Pro účely transferových cen považujeme normální rozdělení za vhodnější. IQR v normálním rozdělení lze zobrazit jako:

Obr. 2: průběh normálního rozdělení v IQR vzhledem k normované hodnotě U



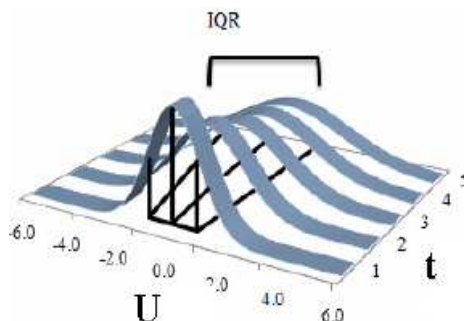
Zdroj: Montero (2009), vlastní úpravy

Predikce budoucích sazeb vychází z:

- Kalkulace střední hodnoty a volatility historických sazeb (CDI nebo úrokových sazeb).
- Jestliže označíme úrok jako náhodnou veličinu X^1 , provedeme její normování na veličinu U , kterou využijeme pro budoucí časové okamžiky t .

Hodnoty zmíněné statistiky představují cestu k určení hranice IQR. Vzhledem k možnosti tabelování hodnot normované veličiny U odpovídá hranice dolního kvartilu o hodnotě $-0,6745$ a horního o hodnotě $+0,6745$ (násobku volatility od střední hodnoty, jak vyplývá z definice veličiny U). Aplikace výpočtu VaR, měřící vliv na ceny fixně úročených cenných papírů z pohybu tržních proměnných, je proveditelná třemi způsoby: modelem historické simulace, parametrickým modelem a metodou simulace Monte Carlo. Nejjednodušší je aplikace parametrického modelu na normální rozdělení IQR, což umožní dynamizaci modelu do následující podoby vzhledem k délce časových intervalů t :

Obr. 3: Aplikace parametrického modelu v čase



Zdroj: Montero (2009), vlastní úpravy

Jak je vidět, s růstem proměnné t klesá koncentrace hodnot kolem střední hodnoty, což odráží nárůst volatility a nepřesnosti odhadu. Délka časových úseků t je v případě CDI stanovena ve dnech, obecně je však myšlenka modelu využitelná i pro delší hodnoty³. Pokud shrneme výše uvedené, hranice IQR, které lze považovat za rozpětí splňující definici principu tržního odstupu, lze definovat jako (viz Montero (2009)):

$$Q_{75}[t+n] = y[t] + \sigma[t]0,6745\sqrt{n}, \quad (3)$$

$$Q_{25}[t+n] = y[t] - \sigma[t]0,6745\sqrt{n}, \quad (4)$$

- kde t = poslední období známých dat,
 n = počet období předpovědi po datu t ,
 $Q_{75}[t+n]$ = očekávaná horní hranice IQR,
 $Q_{25}[t+n]$ = očekávaná dolní hranice IQR,
 $y[t]$ = výnos (úrok, výnos CDI) v období t .
 $\sigma[t]$ = volatility výnosu za období délky t .

¹ Pro náhodnou veličinu X s normálním rozdělením se střední hodnotou μ a směrodatnou odchylkou σ platí ($X \sim N(\mu, \sigma^2)$)

² Veličinu U definujeme jako $U = (X - \mu) / \sigma$. Z uvedeného vyplývá $X = \mu + \sigma U$

³ Je důležité upozornit, že stanovení délky t ovlivňuje stanovení volatility. Kupříkladu pro CDI doporučuje RiskMetrics kalkulaci směrodatné odchylky metodou EMA, zachycující rychlé tržní změny – směrodatná odchylka se mění exponenciálně.

Uvedená metoda předpokládá existenci vstupních dat, která se dají považovat za relevantní a spolehlivá pro analýzu. Jedná se o jednoduchý statistický model predikce vývoje sazeb.

Metoda je důležitá jako přechodový můstek k třetímu typu modelů stanovení kreditní přírážky. Za takový typ lze označit modely zaměřené na analýzu defaultu podniku a modelování rizika v závislosti na vývoji hodnoty aktiv. Jako první uvedme redukované modely kalibrované na reálná data (například v Kadlčáková, Keplinger, 2004). Pro komparaci s pravidly nízké kapitalizace bude ale výhodnější se zabývat strukturálním modelem vycházejícím z modelu Mertona (1974) a Blacka a Scholese (1973), vycházejících ze struktury pasiv firmy a lépe modelujících náklady finanční tísně. Teoretickému využití těchto modelů pro konstrukce kreditní marže u emitenta dluhopisů se zabýval například Šedivý (2011) nebo Vlachý (2008).

Jestliže stanovíme nominální úrokovou míru r z úvěru D jako aditivní model výše zmíněných komponent

$$r = r_f + \phi_1(\sigma), \quad (5)$$

kde $\phi_1(\sigma)$ je riziková premie (od inflace abstrahujeme), v podstatě jsme provedli zápis výše uvedených modelů vycházejících z databázových srovnání. Při aplikaci modelu vycházejícího ze struktury pasiv pak zohledníme nejen výkonnostní složku tržeb vztáhnutých k ukazateli ziskovosti, ale i strukturu zdrojů. Pokud vyjdeme z modelu, který na hodnotu dluhu D nahlíží jako na opci na aktiva společnosti A , budeme na marži dle Mertona nahlížet jako na spojitou míru výnosu. Pokud míru zadlužení L v současných hodnotách stanovíme jako

$$L = D \cdot e^{-rt} / A_0, \quad (6)$$

pak označíme σ jako volatilitu aktiv důležitou pro výpočet distribuční funkce. Beze snahy o hlubší matematické důkazy (provedené ve výše citovaných studiích) pak bude vhodné zapsat požadovanou výnosnost jako

$$r = r(L, r_f, \sigma, t). \quad (7)$$

Pro odpovídající determinaci kreditní marže na úrovni banky je třeba zohlednit kvalitativní a kvantitativní charakteristiky úvěru. Modelům vycházejícím z prostého databázového srovnání často kvalitativní srovnání chybí úplně a kvantitativní je vzhledem k charakteru dat velmi obtížné. Výše uvedený propočet částečně zlepšuje pohled na určení kreditní marže zejména v tom, že veličinou L od určitého bodu zahrnuje závěry známého upraveného modelu Millera a Modiglianiho (1963), obsahující zohlednění nákladů finanční tísně. Beze snahy o zohlednění nákladů finanční tísně v modelu Mertona (1974) pro vyvození vztahu výpočtu výše úrokové sazby lze použít pouze zjednodušený model. Optimalizační úloha nemá pro výsledné řešení význam. Postačí převod do vztahu

$$r = r_f + \delta(L) + \phi_2(\sigma), \quad (8)$$

jestliže se předpokládá, že $\delta(L)$ ⁴ bude značit vliv zadlužení na rizikovou přírážku a $\phi_2(\sigma)$ pak vliv úvěrového rizika v užším slova smyslu. Úrokovou míru pak uvažujeme na jeden rok. Pro jednoduchost nebudeme zohledňovat transakční náklady. Evidentně platí

⁴ Samotná marže by byla za daných předpokladů odvozena jako spojitá míra výnosu normovaného normálního rozdělení.

$$\bigvee_{L_1 L_2 \in R} (L_1 > L_2 \Leftrightarrow \delta(L_1) > \delta(L_2)), \quad (9)$$

$$\bigvee_{\sigma_1 \sigma_2 \in R} (\sigma_1 > \sigma_2 \Leftrightarrow \phi_2(\sigma_1) > \phi_2(\sigma_2)), \quad (10)$$

což ale nebude platit pro hodnotu aktiv firmy právě díky nákladům finanční tísně, kdy lze očekávat existenci maxima funkce proměnné L (jinak řečeno, za exponenciálně rostoucí úrok by teoreticky mohli věřitelé poskytovat kapitál i za značného zadlužení, nicméně reálná hodnota aktiv společnosti, která by reflektovala otázky solventnosti, již bude naopak klesat. To se začne dít ve chvíli, kdy kladný důsledek realizovaného daňového štítu bude potlačen efektem rostoucích nákladů finanční tísně). Takové zjednodušení s sebou nese řadu omezujících předpokladů, jejichž bližší ohodnocení je vhodné do stanovení úrokové míry zahrnout. Pokud bychom abstrahovali od podstaty finanční tísně, omezili bychom propočet úrokové míry na funkční projev pouze úvěrového a likvidního rizika. Výše uvedený přístup k úvěrovému riziku je typický zejména pro finanční instituce (samotné emitenty cenných papírů), odhad pro klasické podnikové využití je opět omezen značnými nedostatky v dostupnosti informací. Přístup přes přepočet očekávané ztráty má výhodu zejména v horizontu delšího časového uvažování s úvěrovým rizikem. V délce uvažovaného období pak lze spatřit největší příspěvek k zohlednění charakteristik, jako jsou kupříkladu smluvní podmínky či zmiňované ohodnocení garancí.

V případě defaultu dochází k ztrátě investora, jejíž střední hodnota se určí jako součin rizikové expozice (EAD), pravděpodobnosti defaultu (PD) a ztráty při selhání (LGD). Právě v případě PD vstupuje do propočtu kvalitativní složka formou např. bodovacích systémů vzhledem k platební historii subjektu. Toto bodování se skládá z vnitřního a vnějšího systému úvěrového hodnocení, kdy za vnější se uvažují stanoviska např. zmiňovaných ratingových agentur a jejich třídění kategorií dluhopisů. Jelikož byla prokázána významná korelace historických dat ratingových hodnocení a pravděpodobností úvěrového selhání, potvrzuje se výše uvedený benchmark rizikové složky ratingovým hodnocením jako vhodný – nicméně pouze u málo rizikových subjektů působících v zemích s rozvinutým kapitálovým trhem. Výpočet očekávané ztráty je pak vstupním údajem pro stochastické modelování procesu defaultu. Hlubší analýza jednotlivých variant tvorby kreditní přírážky dalece přesahuje možnosti tohoto článku.

Uvedené modely jsou vhodné i pro další statistickou práci s ukazateli jako například VaR (Value at Risk), které jako vstupní údaje požadují simulace úrokových měr. Při aplikaci parametrického modelu je de facto vždy potřebná pouze znalost volatility.

3 Pravidla nízké kapitalizace

Pravidla nízké kapitalizace jsou nedílnou součástí hodnocení daňových aspektů cenotvorby, ač tato souvislost nemusí být na první pohled zcela zjevná. Ustanovení nízké kapitalizace totiž zpravidla neomezují obvyklou výši úrokové sazby, ale na základě poměru stavových veličin vlastního a cizího kapitálu stanovují poměr, který určuje limit po který považuje zákonodárce úroky (nebo lépe finanční náklady v širším smyslu) v odpovídající výši. Poměr ale nijak neodráží samotnou výši ovlivňované sazby. Je nutné zmínit výjimku platnou v ČR v roce 2008 a ihned zrušenou, kdy do české legislativy vstoupila jako jedna z podmínek omezení jako horní limit přijatelného úroku tzv. jednotná úroková míra navýšená o 4 procentní body. To lze intuitivně uvažovat jako důkaz, že i zákonodárce chápe výši úroku a nízkou kapitalizaci jako příbuzná témata. Problematiky ztotožňuje mnoho publikací na dané

téma (většina odborných textů o intra-group financování zmiňuje pravidla nízké kapitalizace), samo ministerstvo financí problematiku spojuje. Věcný důvod je logický (prokázáno například v Buettner (2006)).

Nízká kapitalizace je obvykle popisována jako stav, kdy je společnost financována svými akcionáři primárně formou půjček a úvěrů oproti navyšování základního (vlastního) kapitálu formou akcií či obchodních podílů. Tomu odpovídá i současný stav v ČR dle §25 zákona o daních z příjmů. Společnost hodnotí uznatelnost finančních nákladů v případě, že se jedná o finanční náklady z úvěrů a půjček za podmíněk:

- mezi náklady se nepočítají jen úroky, ale též související náklady na obstarání úvěru,
- poskytovatelem úvěru nebo půjčky je osoba spojená,
- pro situaci, kdy příjemcem úvěru je právnická osoba mimo banky a pojišťovny (tuto situaci neuvažujeme).

Obecný vzorec pro výpočet koeficientu, vyjadřující procento finančních nákladů, které je nutné považovat za neuznatelné (u nefinanční investice), lze vyjádřit vztahem

$$K = \frac{n \cdot SVK}{Y}. \quad (11)$$

Kde n je roven číslu 4, SVK je průměrný stav vlastního kapitálu a Y průměrný denní stav úvěrů a půjček za spojenými osobami.

Zákon tak do značné míry ovlivňuje vnitropodnikovou politiku, jelikož bývá běžnou praxí rozhodnout o převodu jistých závazků na určitou dceru či akceptace poměrně významné ztráty na jednom z dceřiných podniků v očekávání budoucího nárůstu zisku. Tyto strategie přesunu zisků nemusí být jen „přeshraničního“ charakteru, ale jsou běžnou praxí firem s širokým portfoliem dceřiných společností (dále SPV, angl. Special Purpose Vehicle). Ty z pohledu matky znamenají založení dceřiné společnosti (nejčastěji s.r.o. nebo k.s.) k jednorázové investiční operaci, například stavbě obytného komplexu. Po dokončení a uplynutí garančních lhůt dochází k likvidaci. Firmy tak jednají za účelem převedení rizik z centrály na dceřiný subjekt a zároveň finanční (účetní) průhlednosti. Tuto průhlednost pak kladně vnímají financující banky, uvedený vztah nabízí možnost vytvoření poměrně přehledného legislativního prostředí v rámci vztahů banka – klient s jistou garancí matky.

Závěr z daňového rozměru testu kapitalizace by byl ten, že daňová správa reflektuje komparativní výhodu odečitatelnosti úroků dluhového financování od základu daně, zatímco financování formou úpisu akcií má ekvivalent v placené dividendě (která je spočtena ze zisku po dani). Hlavním důvodem pro pravidla testování kapitalizace pak bude snaha o zamezení snižování zisku jednotlivých členů podnikového uskupení formou preference dluhového financování. Na výhodnosti dlužního financování díky vytvořenému daňovému štítu stojí již teorie Millera a Modiglianiho (1963). Je vhodné uvést, že ačkoliv pravidla používá přes 75 % států OECD, základní logika poměru equity a zadlužení je stejná. Mění se hlavně násobitel vlastního kapitálu, například ve Francii je aplikována hodnota 1,5. Jednotlivá pravidla se v zásadě liší ve třech oblastech:

- poměr dluhu a vlastního kapitálu,
- prokázání úroku ve shodě s ALP.

Například v České republice se obvyklost úroku posuzuje zcela separátně. Za pravděpodobně nejrigidnější pravidla pak můžeme uvažovat například podmínky Austrálie, kde je vyžadován souběžný model posouzení ALP úrokové sazby za předpokladu ALP i

u kapitálové struktury dlužnické společnosti a posuzuje důvěryhodnost věřitele (zda by za daný úrok půjčil prostředky vzhledem k jeho finančním podmínkám)

Z finančního hlediska se problematika nízké kapitalizace opírá zejména o účetní pojetí vlastního kapitálu, výpočtu jeho stavu a určení průměru denních stavů úvěrů a půjček. Ke konkrétním výpočtům existuje množství literatury a odborných článků v zejména daňových periodikách. Důležitá je úvaha nad reálnými možnostmi změny poměru vlastního a cizího kapitálu v širším slova smyslu. Lze intuitivně předpokládat, že možnost subjektu měnit průměrný denní stav úvěrů a půjček významným způsobem je značně omezeno cizím kapitálem poskytovaným nespojenými subjekty. I přes jistou možnost optimalizace financování uvnitř podnikového uskupení tak přirozeně větší prostor pro ovlivnění modelu míry kapitalizace spočívá ve změně stavu vlastního kapitálu. Stejný závěr uvádí i Fučík (2006), který zmiňuje významnější působení vlastního kapitálu na koeficient K a výpočet SVK pomocí váženého aritmetického průměru bez nutnosti data zvýšení vlastního kapitálu.

Možnost relativně volné směny mezi výší cizího a vlastního kapitálu upravuje český obchodní zákoník formou poskytnutí příplatku mimo základní kapitál. Tento instrument pak umožňuje praktickou aplikaci výše uvedených úvah v podnikovém financování. Řešíme-li úlohu, jakou částku by měl podnik (akcionáři) v průběhu roku kapitalizovat, tedy převést z cizího kapitálu na účet ostatních kapitálových fondů vlastního kapitálu tak, aby bylo dosaženo 100 % daňově uznatelných úroků, předpokládáme koeficient K v (11) roven jedné. Následně můžeme (11) upravit (předpokládáme jen jednu změnu vlastního kapitálu z titulu tvorby příplatku, k počátku účetního období je vlastní kapitál navýšen o zdaněný zisk předchozího období):

$$Y_1 \cdot w_1 + Y_2 \cdot w_2 = 4 \cdot [SVK_1 \cdot w_1 + SVK_2 \cdot w_2], \quad (12)$$

kde Y_1 = stav úvěrů a půjček spojených osob do dne kapitalizace,
 Y_2 = aktualizovaný stav úvěrů a půjček po příplatku,
 w_1 = váha určená jako počtem dní od začátku období do příplatku,
 w_2 = váha určená jako počtem dní od příplatku do konce období,
 SVK_1 = stav vlastního kapitálu na začátku období do kapitalizace,
 SVK_2 = Stav vlastního kapitálu po kapitalizaci do konce období

Jestliže platí, že $Y_2 = Y_1 - X$ a $SVK_2 = SVK_1 + X$, kde X je částka, kterou potřebujeme kapitalizovat, pak po úpravách

$$X = \frac{w_1}{w_2} \cdot \frac{(Y_1 - 4 \cdot SVK_1)}{5} + \frac{(Y_1 - 4 \cdot SVK_1)}{5}. \quad (13)$$

Evidentně platí

$$X = \left(\frac{w_1}{w_2} + 1 \right) \cdot \frac{(Y_1 - 4 \cdot SVK_1)}{5}, \quad (14)$$

Protože však $w_1 + w_2 = 1$, potřebná výše částky kapitalizace X se vyjádří jako

$$X = \frac{1}{w_2} \cdot \frac{(Y_1 - 4 \cdot SVK_1)}{5}, \quad (15)$$

Jestliže bychom uvažovali podnik s vysokým podílem závazků za společníky (který dosáhnul za minulé účetní období hospodářského výsledku započítaného jako stav vlastního kapitálu k začátku příslušného období), pak jednoduchá aplikace vztahu (15) zajistí

uznatelnost všech úroků vyplácených spojeným osobám. Dosazením do konkrétních hodnot zjistíme, že se subjektu vyplatí kapitalizovat částku v závislosti na politice, jako bude sledovat skupina. Kupříkladu při uvažování podniku s 250 mil. CZK závazkem za společníky, nulovým vlastním kapitálem a kapitalizací v částce uvedené v prvním řádku tabulky č. 1 je patrný značný pokles ve vypláceném úroku (kapitalizace k 1. 10. daného období) za růstu zisku po zdanění. Částka dle (15) se však blíží hodnotě 200 mil. CZK.

Tab. 1: Hodnoty koeficientu kapitalizace vzhledem k zadlužení

kapitalizace	25 mil. CZK	50 mil. CZK	75 mil. CZK	100 mil. CZK
úrok	-8,21%	-8,95%	-9,83%	-10,90%
základ daně	-2,63%	-2,35%	-2,02%	-1,62%
EAT	5,21%	4,84%	4,49%	4,18%

Zdroj: vlastní výpočet.

Jestliže je cílem společnosti vyvádět formou úroků zisk na spojenou osobu (mateřský subjekt), poměrně nízkou hodnotou příplatku mimo základní kapitál daného dosáhne. Jestliže bude kapitalizovat v průběhu období, dosahuje X vysokých hodnot, při kterých lze (paradoxně) očekávat námitky správce daně z titulu účelovosti příplatku. Omezením by měla být obvyklá výše úrokové sazby. Při zkoumání (15) vidíme, že daňové krytí formou testu kapitalizace lze manipulativně upravit umělým navýšením vlastního kapitálu. Existuje tedy směna mezi cizím kapitálem za společníkem a vlastním kapitálem společnosti mimo základní kapitál, kdy efektivním poměrem lze volně optimalizovat daňové zatížení s cílem sledování strategie skupiny (vzhledem k (11) není poměr směny 1:1, ale 1:4, proto byla zmíněna vyšší sensitivita na změny ve vlastním kapitálu). Ignorování úrokové sazby jako kontrolního prvku v testu představuje společně s možností přesunu zdrojů do vlastního kapitálu významný nástroj finančního řízení podnikových uskupení. Z daňového hlediska a zejména úpravy transferových cen nemůže splňovat nároky na obvyklost ceny a mít vztah k principu tržního odstupu obecně, byť v důsledku obvyklý úrok výrazně redukuje (viz níže).

Závěr kapitoly věnuji krátkému představení systému bezpečných přístavišť (angl. „safe harbours“). Za režim bezpečného přístaviště je považované cenové pásmo, v rámci něhož není cena podrobena zkoumání běžnému pro optimální transferovou cenu. Jedná se tedy o úroveň, při které se cena uvažuje jako a priori správná. Takové ustanovení je zákonné a subjekty tak zbavuje povinnosti dokladovat užití ceny. V případě, že subjekt nechce využít nabízené hodnoty (u služeb s nízkou přidanou hodnotou se často užívá například 5% marže), je oprávněn užít cenu mimo toto vymezené pásmo, nicméně je povinen dokládat rozdíly. Režim nabízí jistotu subjektu, že užití ocenění transakce nebude zpochybňováno. V případě nízké kapitalizace nejde o „čistou“ aplikaci systému absolutní částkou (u služeb pak zpravidla procentním bodem nebo intervalem obvyklé marže), ale o vyjádření procenta neuznatelné výše ceny finanční transakce. Další odlišnost je v míře dobrovolnosti využití režimu, kdy u pravidel kapitalizace je povinnost (nicméně ne vždy je režim bezpečných přístavišť volitelný i u jiných typů transakcí).

4 Srovnání uplatnitelné úrokové míry

Z výše uvedeného je evidentní, že reálně uplatnitelná efektivní úroková míra bude výrazně odlišná v případě jejího stanovení dle zásady principu tržního odstupu a po zohlednění vlivu pravidel nízké kapitalizace. Jestliže jsme transferovou cenu konstruovali jako běžnou úrokovou míru, pak ideální model pro země OECD (s dostatečným portfoliem dluhopisů pro srovnání) by spočíval ve srovnání podmínek, za něž danou srovnávanou transakci obdržel jiný

či identický subjekt od nezávislého věřitele. Obvykle se uvádí dva hlavní zdroje ke srovnání – smluvní ujednání mezi dlužníkem a věřitelem a související dluhopisové výnosové křivky. Značnou výhodou je komparace úrokových měr jako celku, nikoliv desagregace na jednotlivé komponenty. Ekonomické faktory srovnání jsou zejména odvětví, velikost částky, denominace měny, doba splatnosti a například rating dluhopisu dle Standard & Poor's.

Čistý režim bezpečných přístavišť by musel zohledňovat obecně „vhodné“ úrovně úrokové míry. Takový režim je zaveden kupříkladu v USA. Subjekt je oprávněn využít režimu bezpečného přístaviště, tedy zajistit své úrokové míry mezi spřízněnými subjekty, bez obavy z napadení jejich oprávněné výše. Toto právo (nikoliv povinnost) je mu odepráno v případě, že

- dlužník podniká v oblasti poskytování financování třetím osobám,
- úrok a jistina jsou denominovány v jiné měně, než je americký dolar.

Obvyklá úroková sazba je pak stanovena intervalem $<100\%; 130\%>$ AFR (Applicable Federal Rates), úrokových sazeb zveřejňovaných podle Internal Revenue Code. Sazby se zveřejňují pro obchody krátkodobé (do tří let), střednědobé a dlouhodobé (nad devět let).

Při pohybu na trhu, kde není dostatečná datová základna pro srovnatelné podmínky denominace aktiv, rizikovosti, časových měr či indexů, je nutné vycházet z dekompozice úrokové míry. Vzorec (8) upravme do tvaru pro výpočet výše dlužné částky na konci roku včetně úroku, rozložme úrokovou míru na vliv míry zadlužení a odděleně vliv úrokového rizika v užším slova smyslu a zapišme v multiplikativním tvaru:

$$(1 + r) = (1 + r_f) \cdot (1 + \phi_2(\sigma)) \cdot (1 + \delta(L)). \quad (16)$$

Konečnou částku dosáhneme rozšířením vztahu (16) o výši jistiny D_0 . První dvě závorky na pravé straně udávají výši kreditního rizika a poslední pak eliminovaný vliv růstu zadlužení. V čase bude totiž podnik přijímat nové úvěry za stále vyšší sazby, ale historické úvěry budou oceněny stále původní úrokovou sazbou, bez aktuálního přecenění zadlužení. Součet $r_f + \phi_2(\sigma)$ tak můžeme srovnat se smluvní úrokovou mírou v daném čase za daných podmínek. V grafu bude představovat samostatnou osu exogenně zadané veličiny. Navýšení o zadlužení se děje se značným zpožděním. Při zohlednění kapitalizace se pravá strana vztahu (16) ještě musí rozšířit o výraz $(1 - t_c)$, kde t_c je koeficient kapitalizace. Suma úroků, které poplatník bude při respektování testu kapitalizace považovat za uznatelné (I_{tc}), se tak vyjádří jako

$$I_{tc} = D_0 \cdot (1 + r_f) \cdot (1 + \sigma_2(\sigma)) \cdot (1 + \delta(L)) \cdot (1 - t_c). \quad (17)$$

Jestliže budeme předpokládat, že výše dluhu je celý rok stejná a neměnná (bylo by nutné počítat denní vážený průměr) a nebudeme předpokládat změny ve vlastním kapitálu, můžeme kalkulovat s obecnou výší zadlužení vyjádřenou procentním poměrem. Zvolil jsem pro ilustraci výši zadlužení až po 1 000 %. Existenci takových hodnot není třeba dokládat, u dcer fungujících v rámci realitních (developerských) holdingů takové zadlužení vzniká velmi často. Cizí kapitál zde často představují prostředky mateřské společnosti, na které lze nahlížet jako na potenciální vlastní zdroj

Tab. 2: Hodnoty koeficientu kapitalizace vzhledem k zadlužení

Zadlužení	30,00%	200,00%	350,00%	500,00%	650,00%	800,00%	1000,00%
$(1 - t_c)$	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	38,46%	50,00%	60,00%

Zdroj: vlastní výpočet.

Dále můžeme předpokládat nejpravděpodobnější hodnoty úrokových sazeb na úvěry v ilustrativním intervalu $<5\%;15\%>$, jako v případě výše zadlužení nezávisí výsledek na konkrétní číselné hodnotě. Za teoreticky modelovatelnou lze uvažovat proměnnou $\delta(L)$, tedy promítnutí vlivu růstu zadlužení na úrokovou míru. Dostupné databáze obsahují silně agregované hodnoty relevantní vzhledem k nutné úpravě vstupních ukazatelů a hlubší deskripce vztahu je nad rámec tohoto článku (zejména díky vlivu pracovního kapitálu dle postavení subjektu v produkčním řetězci). Předpokládejme obecně závěry vztahu (6). Jak bylo uvedeno výše, byl učiněn pokus namodelovat na zmíněném vzorku společností, k nimž se váží výsledky prezentované v histogramech na obr. 1. Byla zkoumána regresní funkce vycházející z předpokládaného funkčního vztahu definovaného rovnicí:

$$\frac{EBIT}{A} = \frac{EBIT}{I} \cdot \frac{I}{CK} \cdot \frac{CK}{A}. \quad (18)$$

Po převedení nákladovosti cizího kapitálu na levou stranu rovnice pak ve tvaru:

$$\frac{I}{CK} = \alpha \frac{A}{CK} + \beta \frac{I}{EBIT} + \gamma \frac{EBIT}{A}. \quad (19)$$

Na testovaných datech nebyla hledaná závislost prokázána, index determinace nepřekročil 7 % a rovnice nesplnila kritérium F-testu. Jestliže neuvažujeme náhodnou složku, což vzhledem k (18) není třeba, spolehlivost modelu se u nespojených subjektů zvýšila na následující hodnoty:

Tab. 3: Testování regresní funkce pro IT trh

Analysis of Variance					
Source	DF	SS	MS	FV	Pr > F
Model	3	0,00809	0,00270	18,81	<0,0001
Error	70	0,01004	0,00014342		
Uncorr.Total	73	0,01813			
Root MSE	0,01198	R-Square	0,4463		
Depend.Mean	0,01116	Adj R-Sq	0,4226		
Coeff Var	107,35435				
Parameter Estimates					
Variable	DF	PE	SE	t Value	Pr > t
alfa	1	0,00705	0,00095792	7,36	<0,0001
beta	1	0,00376	0,00308	1,22	0,2263
gama	1	-0,00001086	0,00001534	-0,71	0,4812

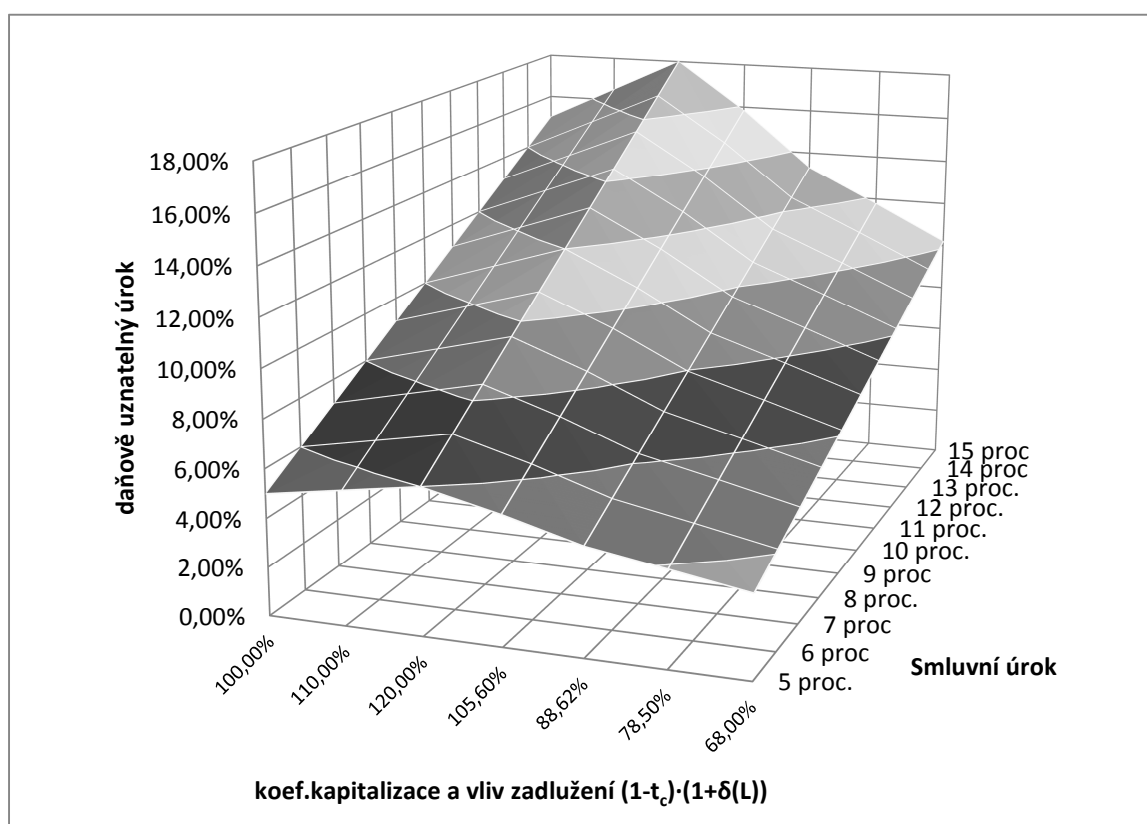
Zdroj: vlastní výpočet s pomocí programu SAS

Analýza odráží propočet pro testovaný vzorek nezávislých subjektů v oboru IT poradenství, vychází z analýzy 73 společností. Jak je patrné, spolehlivost modelu je poměrně nízká, navíc hodnoty t-testů ukazují malý význam až α . Model neuvažujeme jako statisticky relevantní. Normalizací dat by se spolehlivost zvýšila na 73 %. Vstupní data jsou agregátního charakteru a musela by nejprve být podrobena analýze dle vztahu (7). Teprve rozložení pasiv na jednotlivé komponenty a jejich rozlišení dle proměnné času by přineslo relevantní podklady pro analýzu vztahu dle (19). Plně je tak respektován fakt, že dluhopisová tranše na

dvacet let bude mít jinou strukturu a způsob konstrukce než financování formou kratších úvěrů. Dále lze vyvodit, že podíl cizího kapitálu nemusí mít vždy odraz v nárůstu úroků, ale vhodnou změnou struktury dluhu může dosahovat hodnot konstantních či dokonce klesnout. Vyvrácení modelu (19) ale zároveň prokázalo nezávislost nákladovosti cizího kapitálu na EBIT a vzhledem ke všemu výše uvedenému lze odvodit nevhodnost aplikace modelů založených na principu prostého srovnání s trhem ve formě CUP a dalších alternativ. Je vhodné předpokládat, že až aplikace sofistikovanějších kreditních modelů typu CreditMetrics a konstrukce forwardových křivek Pro schématické odvození vlivu nízké kapitalizace aplikujeme proto jako funkci úroků vztah (6).

Vzhledem k tomu, že s růstem zadlužení převažuje od jisté výše podílu vliv koeficientu nízké kapitalizace, daňově uznatelný úrok bychom mohli za výše uvedených parametrů znázornit pro daný smluvní úrok a dané zadlužení jako:

Obr. 4: Hodnoty daňově uznatelného úroku po testu kapitalizace

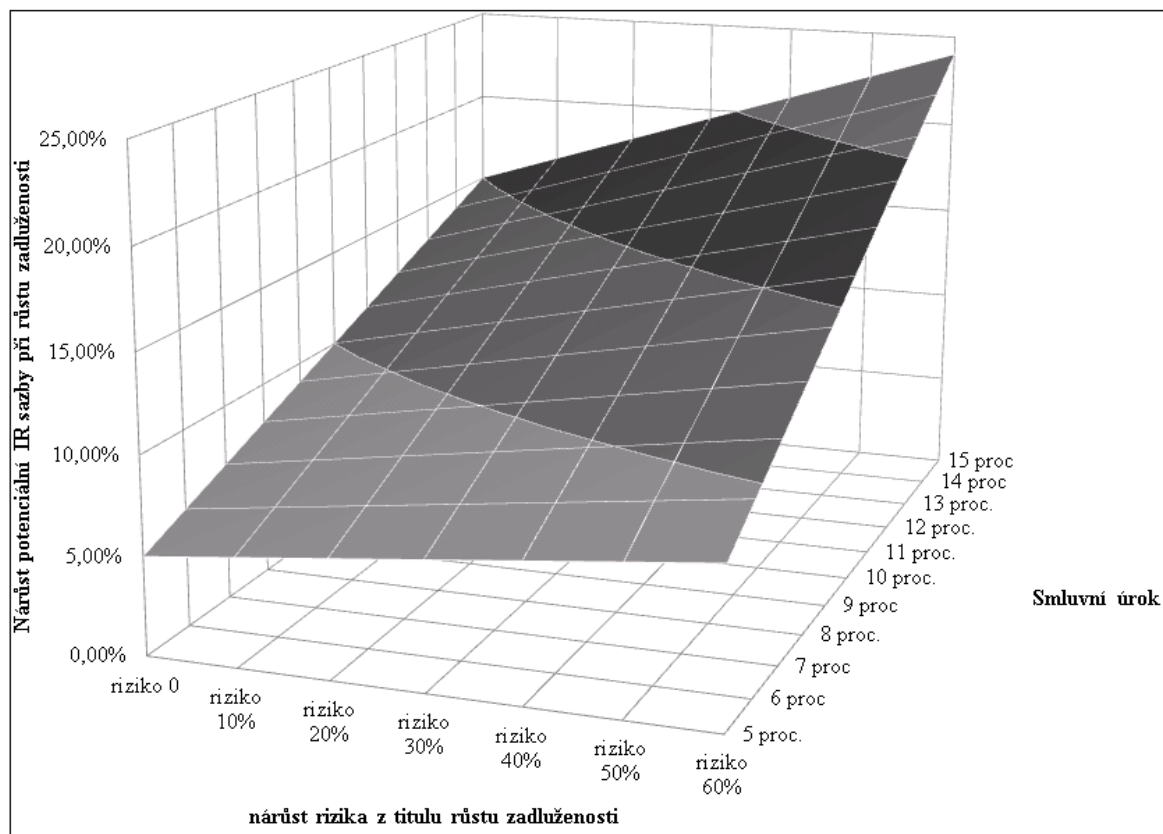


Zdroj: vlastní výpočet.

Jak je vidět, růst úrokové míry z titulu zadlužení není ovlivněn koeficientem testu kapitalizace (je roven nule), při vyšších hodnotách je již potlačen. Uvedené platí při hodnotě na ose x rovné 120 % (na které zachycujeme vlivy nezachycené v úvěrové smlouvě) a současném zadlužení 350 %. Průběh funkce r bez vlivu kapitalizace by měl exponenciální růst v trendu stejném jako při nulové hodnotě koeficientu (vztah (6), kupříkladu při maximálním zadlužení dle tabulky 1 je v daném modelu rozdíl mezi hodnotami úroku s a bez zohlednění vlivu kapitalizace v rozmezí $<5,1 \%; 15,3 \%>$). Znalost funkce (18) by tedy upřesnila sklon či tempo růstu rizika y titulu nárůstu zadluženosti. Vzhledem k regresní analýze funkčního vztahu (19) je možné dosadit do matice výpočtů regresní funkci, díky hodnotám t -testů bude tato funkce stále lineární, byť s minimálním sklonem. Potvrzují se předpoklady nutnosti buď pečlivé funkční a strategické analýzy vztahu věřitele a dlužníka, která bude determinovat parametry na základě vlastností podkladového pasiva (u dluhopisů

například doba splatnosti, svolatelnost, zajištění, denominace či emisní kurs), doplněná analýzou portfoliového modelu měření kreditního rizika a vlivu časové struktury výnosových křivek. Pro lineární funkci znázorníme vztah mezi zadlužením a růstem úrokové míry:

Obr. 5: Hodnoty daňově uznatelného úroku po testu kapitalizace



Zdroj: vlastní výpočet.

Lze tedy říci, že při konstrukci úroku dle (17), tzn. respektování pravidel nízké kapitalizace, nenulovém zadlužení, kladné úrokové míře z úvěrů a respektování efektu finanční tísně není možné dosáhnout ALP principu při nenulovém t_c . Jestliže je ale úroková míra prokazatelně stanovena na základě principu tržního odstupu a subjekt je schopen toto deklarovat, je pro něj úrok dle výše zmíněného intervalu rozdílu díky argumentu $(1 - t_c)$ z (13) nákladem. Jinými slovy, subjekt je připraven o daňový štít v hodnotě

$$y_t = (r - r_{tc})d_t. \quad (20)$$

Kde y_t vyjadřuje daňový štít v roce t , r_{tc} je úroková míra dle (17), $r_{tc} = I_{tc}/D_0$; d_t je daňová sazba v roce t . Evidentně vhodnější by tedy bylo motivovat subjekty nikoliv k redukci míry zadlužení, ale k lepšímu odhadu úrokové míry – ta by v konečné hodnotě měla reflektovat případné riziko defaultu. Při podnikání v podnikatelském uskupení potvrzuje tento závěr i praxe, jelikož, jak bylo uvedeno výše, koeficient t_c je citlivější na změny vlastního kapitálu než stavu kapitálu cizího – pro subjekty ve skupině je navýšení vlastního kapitálu podstatně jednodušší transformací cizího na vlastní než zapojením vlastního externího (například populárními krátkodobými příplatky mimo základní kapitál namísto emise akcií, viz kap. 3). Jako vhodnější by se jevila analogie s pravidly AFR, případně řešení formou volby či možnosti tzv. předběžných cenových dohod nebo přímého dokumentačního požadavku na doložení oprávněnosti využití úrokové míry.

Pro přehlednost by mohly být závěry z (20) popsány i tak, že subjekt musí uplatnit úrok r_{tc} , na základě koncepce regulace transferových cen dle OECD by měl mít možnost po řádném dokladování uplatnit úrok až do výše r . Na tento rozdíl dle (20) lze pohlížet jako na jeho ušlý zisk, resp. nadměrné zdanění. Až pokud by uplatňoval úrok větší než r , je zcela příhodná regulace dle omezení tzv. skryté dividendy.

Z titulu oceňování pak lze silně pochybovat o skutečné výši věřitelského rizika takového subjektu. Umělou změnou poměru mezi vlastním a cizím kapitálem je pak, za předpokladu platnosti vztahů (14) a (15), uvažovat o umělém navýšení rizikové přírážky na dodatečné zdroje financování. Díky fiktivnímu přesunu prostředků mezi věřitele a akcionáře je možné hovořit o zacykleném systému umělého navýšování úrokových plateb s cílem snížení zdanitelného zisku a jeho přesunem k jinému subjektu skupiny. Uvedené je možné ošetřit stanovením ceny na základě principu tržního odstupu, nikoliv však formou benchmarku. Kontrolu formou testu kapitalizace nelze považovat za efektivní a subjekty tak vhodným nastavením vztahů ve skupině mohou ztrátu dle (20) významně redukovat.

Závěr

Článek se zabýval hodnocením testu kapitalizace u spojených subjektů optikou principů tvorby transferových cen. Při stanovení reálně uplatnitelného úroku z pozice dlužníka byl identifikován čistý náklad dlužníka vzniklý striktním vymáháním pravidel nízké kapitalizace ve formě ušlého úrokového daňového štítu. Jedním z řešení eliminace této nadměrné daňové povinnosti by bylo subjektům umožnit dokladovat oprávněnost úroků ve skupině na principu ALP, jelikož test kapitalizace nebude nikdy odrážet podstatné části kreditního rizika coby rizika vyplývající z kvalitativního hodnocení a prognózovaného či skutečného vývoje. Zde narážíme na obtížnost konstrukce úrokové míry, nicméně lze uvažovat i subjekty mající dostatečné datové základny. Co se konstrukce úrokové míry týče, jako nejobtížnější část se jeví identifikace rizikové přírážky. V článku jsem provedl krátké zhodnocení v současnosti nejpožívanějších metod a poukázal na hlavní výhody a nevýhody. Za zásadní problém lze ve středoevropských podmínkách považovat absenci rozvinutého kapitálového trhu, protože metodiky nejsprávnější cestou by měla být cesta srovnání s nezávislými transakcemi. Strukturální modely, hlouběji analyzované, jsou již metodami odvozenými, nicméně často jedinými použitelnými. Jiným řešením by mohlo být i uchýlení se k analogii se systémem AFR, za což bohužel nelze ani při velmi vysoké míře abstrakce považovat například systém ARAD. Jako nejvhodnější ale budou modely nevycházející z benchmarku marže, ale predikce kreditního rizika a časové struktury výnosových měr.

Metodika testu kapitalizace nezohledňuje zásadní faktory ovlivňující konstrukci úrokové míry a jde o způsob, pro omezení uznatelnosti, značně těžkopádný. Pokud by kritériem měla být obtížnost zpracování, pak by rozhodnutí (zda úrok dokladovat či podstoupit test kapitalizace a příliš vysokých hodnot úroků se obávat až z titulu tzv. skryté dividendy) a posouzení nákladové náročnosti na zpracování mělo být na posouzení samotného subjektu. Je nutné přiznat, že kontrola testem kapitalizace je poměrně jednoduchým nástrojem, nicméně s významnými dopady popsány ve třetí a čtvrté kapitole. Potenciální problém pak lze spatřovat ve variantě kombinace nezohlednění běžné výše úrokové míry, testu kapitalizace a možnosti arbitráže mezi vlastním a cizím kapitálem. To v konečném důsledku vede k možnému vzniku spirály rostoucích úroků, jejichž oprávněnost je iluzorní, a jejich využití jako transferu zdrojů k jinému členu skupiny.

Literatura

- [1] Amadeus (2012): *Databáze Amadeus*. [Elektronická databáze], Brussels, Bureau Van Dijk, 2012.
- [2] Black, F. – Scholes, M. (1973): *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. Journal of Political Economy. 1973, roč. 81, č. 3, s. 637-659.
- [3] Buettner, T. aj. (2006): *The Impact of Thin Capitalization Rules on Multinationals' Financing and Investment Decision*. ZEW Discussion Paper No. 06-68. 2006, s. 28.
- [4] Jakoubek, J. (2012): *Pravidla nízké kapitalizace optikou transferových cen*. In Procházka, D. (ed.): *13th Annual Doctoral Conference of the Faculty of Finance and Accounting, University of Economics, Prague*. Praha, Oeconomica, 2012, s. 549-558.
- [5] Jakoubek, J. (2010): *Výše obvyklé úrokové sazby – možnosti a praxe*. (Diplomová práce) Praha : VŠE, 2010. 84 s.
- [6] Kadlčáková, N. – Keplinger, J. (2004): *Credit risk and Bank Lending in the Czech Republic*. [on-line], Praha, Česká národní banka. 2004. [cit. 21. 5. 2012], <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publication/s/cnb_wp/download/cnbwp62004.pdf>.
- [7] Fučík, I. aj. (2008): *Daňové aspekty podnikání v koncernu*. Praha, ASPI. 2008, 236 s.
- [8] Merton, R. C. (1974): *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*. Journal of Finance. 1974, roč. 29, č. 2, s. 449-470.
- [9] Miller, M. H. – Modigliani, F. (1963) : *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review. 1963, roč. 53, č. 3, s. 433-443.
- [10] Montero, O. C. (2009): *Forecasting Interest Rates for Future Inter-Company Loan Planning: An Alternative Approach*. Archivos de economia. 2009, č. 355, s. 12.
- [11] Roun, V. (2005): *Duální pojetí předacíh cen v podnikových uskupeníh*. In Král, B. (ed.): *Moderní přístupy řízení výkonnosti podniku a jejich informační podpora*. Praha, Oeconomica. 2005, s. 119-148.
- [12] Skála, M. – Skálová, J. 2002. *Ceny v účetnictví a v daních*. Praha, ASPI. 2002. 308 s.
- [13] Šedivý, J. (2011): *Riziková prémie, pohled emitenta dluhopisů*. Český finanční a účetní časopis. 2011, roč. 6, č. 2, s. 68-78.
- [14] Vlachý, J. (2008): *K daňové uznatelnosti nákladů z úvěrů: Analýza pomocí opčního modelu*. Politická ekonomie. 2008, roč. 56, č. 5, s. 656-668.

Omezení tvorby transferových cen – možnosti a implikace nastavení obvyklé úrokové míry

Jiří Jakoubek

ABSTRAKT

Článek prohlubuje problematiku stanovení transferových cen v nadnárodních společnostech či obecně v podnikovém uskupení. Pojednává o tvorbě transferové ceny za vnitropodnikově poskytované financování. Autor se zaměřuje především na vyvození principů metodiky z obecné teorie. Tyto principy pak konfrontuje s legislativním prostředím České republiky. Po stanovení metodiky tvorby obvyklé úrokové sazby upozorňuje na faktické dopady testu kapitalizace do ocenění dle principu tržního odstupu.

Klíčová slova: Transferové ceny; Obvyklý úrok; Test kapitalizace; Úvěrové riziko.

Limits to the Price Formation: Possibilities and Implications of Setting a Common Interest Rates

ABSTRACT

The paper tries to deepen the understanding of transfer prices determination in both transnational companies and intra-national business relations. It deals with the process of transfer prices formation within intra-group financing. The author focuses mainly on inferring the methodical principles from the general theory. The obtained principles are then confronted with the Czech legislative environment. After specifying the method of common interest rate formation, the author draws reader's attention to the factual impact of a thin capitalization test on arm's length interests based evaluation forming.

Key words: Transfer pricing; Arm's length interests; Thin capitalization test; Credit risk.

JEL classification: G32, H25.