

Současná hodnota daňových štítů po implementaci „Anti-Tax Avoidance Directive“: limitace dosažení daňových úrokových štítů

Tomáš Brabenec *

Abstrakt:

Článek se zabývá očekávanými dopady plánované transpozice směrnice EU – „Anti-Tax Avoidance Directive“ (ATAD), resp. návrhu novely zákona o daních z příjmů, která mj. zavádí administrativní omezení daňové uznatelnosti nákladových úroků, na výši daňových štítů v rámci oceňování společnosti. Článek na konkrétním příkladu prezentuje časovou distorzi v kalkulaci daňové uznatelnosti nákladových úroků a výši cizího úročeného kapitálu. Dále pak definuje obecné vzorce pro výpočet daňového štítu po zohlednění regulace včetně modelu pro druhou fázi ocenění. Článek pak definuje hlavní témata v oblasti oceňování podniků, na které bude mít regulace vliv.

Klíčová slova: Cizí kapitál; Nákladové úroky; Daňový štít; Směrnice ATAD.

JEL klasifikace: G30, G31, G32.

1 Úvod

Jeden z posledních diskutovaných návrhů na změnu zákona o daních z příjmů mě inspiroval k úvaze o případné modifikaci výpočtu současné hodnoty daňového štítu a platnosti reagenčních funkcí používaných v současné době pro přepočet nezadlužených nákladů vlastního kapitálu na zadlužené. Návrh novely zákona o daních z příjmů totiž obsahuje omezení daňové uznatelnosti úroků (obecně zavádí definici výpůjční náklady), a to i v transakcích mezi nespřízněnými osobami (omezení daňové uznatelnosti úroků mezi spřízněnými osobami česká daňová úprava již delší dobu upravuje a je v tomto kompatibilní s právem Evropské unie). Návrh novely je důsledkem zavedení EU Směrnice ATAD (Anti-Tax Avoidance Directive č. 2016/1164 ve znění směrnice č. 2017/952, EU, 2016).

Směrnice ATAD mimo jiného nově připouští možnost omezení daňové uznatelnosti úroků z úvěrů a půjček mezi nespojenými osobami. Tato skutečnost může ovlivnit současné diskuze na téma hodnoty daňového štítu a modelů nákladů kapitálu. Daňová uznatelnost úroků z cizího kapitálu existuje v mnoha zemích díky jejich daňové legislativě a může být teoreticky v každé zemi jiná. Směrnice ATAD je *de*

* Tomáš Brabenec; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra financí a oceňování podniku, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <tomas.brabenec@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

facto další regulací, resp. jejím rámcem pro účely její transpozice, která modifikuje možnosti daňových úspor např. z titulu úroků.

Ačkoliv není ani tak podstatné, jak návrh novely českého zákona o daních z příjmů definuje omezení daňové uznatelnosti úroků, je však důležité ověřit, zdali v současné praxi používané modely stanovení daňových štítů a reagenčních funkcí jsou konstruovány tak, aby reflektovaly možnost administrativní limitace dosažení daňových štítů z úroků shora. Jedná se o soubor daňových pravidel vedoucích k modifikaci absolutní výše nákladových úroků, které je možné odečíst v daném roce od základu daně z příjmů korporace.

Limitace daňové uznatelnosti úroků mezi spojenými osobami je již účinná řadu let¹. Nově nás s velkou pravděpodobností potká i u nespojených osob, tedy například ve vztahu banka – podnik (provozní financování, investiční financování, tj. v běžném životě podniku).

Návrh novely zákona o daních z příjmů konkrétně navrhoval mimo jiného omezení² uznatelnosti nadměrných výpůjčních výdajů do výše 30 % daňové EBITDA nebo 80 mil. Kč (pravidlo *de minimis*). Neuznatelné výpůjční výdaje lze dle návrhu převést do dalších zdaňovacích období bez časového omezení. Směrnice ATAD však absolutní limitaci neobsahuje ve švších případech (viz její čl. 4 odst. 3 písm. b), který připouští, že členské státy mohou umožnit při transpozici i odečtení všech výpůjčních nákladů, pokud subjekt stojí mimo skupinu) a česká daňová úprava bude případně obsahovat přísnější aplikaci jednoho ze záměrů Směrnice ATAD.

Je otázkou, zdali je výše uvedená limitace „jen“ technickým problémem při výpočtu hodnoty společnosti³ nebo otázkou, která si zaslouží bližší teoretický průzkum. V tomto článku se budu soustředit na první oblast problému, který limitace

¹ V ČR se konkrétně jedná o:

- § 24 odst. 1 – požadavek, aby náklad byl vynaložen v souvislosti s dosažením, zajištěním a udržením zdanitelných příjmů;
- § 25 odst. 1 písm. w) – tzv. test nízké kapitalizace, pokud se jedná o spojené osoby, tedy porovnání výše vlastního kapitálu s celkovými dluhy;
- § 23 odst. 7 – definuje spojené osoby;
- § 25 odst. 1 písm. zk) – v případě mateřské společnosti jsou vyloučeny náklady související s držbou podílu v dceřiné společnosti z daňově uznatelných, tj. např. nákladové úroky z titulu úvěrového produktu na nákup podílu v dceřiné společnosti;
- resp. další detaily upravené v § 25 odst. 1 písm. zl) a § 24 odst. 2 písm. zi).

² Omezení by se nemělo vztahovat na finanční instituce a podniky, které nejsou součástí žádné skupiny. Aplikace omezení bude realizována bez ohledu na datum, kdy byl příslušný smluvní vztah uzavřen (tj. i na „staré“ úvěry).

³ Zcela úmyslně zde užívám určité definiční mlhy a užívám označení „společnosti“. Cizelování pojmosloví ve smyslu právním není předmětem tohoto článku, byť jsem si vědom, že i např. ocenění obchodního závodu (podniku) nese rozdíly oproti ocenění podílu na obchodní korporaci atp.

vyvolává, a to na správné stanovení současné hodnoty daňového štítu při výnosovém ocenění.

Cílem tohoto článku je vyřešení otázky, jak má vypadat výpočet současné hodnoty daňového štítu za existence administrativní limitace daňové uznatelnosti výpůjčních nákladů (tedy zejména úroků).

2 Daňový štít

Obecně panuje shoda na tom, že daňový štít je „cash flow úspora“ vyplývající z daňové uznatelnosti nákladu (viz např. před více než půl stoletím Modigliani a Miller, 1958 a 1963). Každý daňově uznatelný náklad vyvolává daňový štít (je otázkou, zda jej společnost dokáže využít ve smyslu pravidel pro určení základu daně). S ohledem na téma tohoto článku se soustředím pouze na daňový štít vyvolaný nákladovými úroky z úročeného cizího kapitálu (výpůjční náklady). Obecně také panuje shoda na tom, že v rámci metod výnosového ocenění společnosti při existenci zdanění zisků (peněžních toků) současná hodnota daňového štítu zvyšuje hodnotu společnosti. Ucelený pohled poprvé představil Myers (1984), z jehož pojetí kompromisní kapitálové struktury vycházejí další autoři (např. prof. Fernández).

Uvažme, co by se v rámci teorie oceňování podniků výnosovými metodami událo, pokud by cizí úročený kapitál negeneroval daňové štíty, tj. pokud by neexistovala daňová uznatelnost úroků⁴. Teoreticky bychom se pak přiblížili k základní teorii Millera a Modiglianiho, kterou rozebírá např. Mařík a kol. (2011, s. 115). Jelikož však limitace umožňuje daňovou uznatelnost úroků jen z části, pohybujeme se při ocenění podniku (resp. při stanovení nákladů kapitálu) nejspíše někde na cestě mezi základní teorií Millera a Modiglianiho a její upravenou variantou. Z tohoto pohledu se jeví vhodné při další analýze limitace pracovat s metodou ocenění DCF ve variantě APV (viz původně Myers (1974), nebo pak dále např. Fernández (2005), Maříková (2009) atp.), protože tento výnosový model ocenění společnosti v sobě odděluje ocenění nezadluženého podniku a čistých efektů zadlužení (ocenění daňového štítu)⁵.

S ohledem na popsanou limitaci bychom nově i mezi nespojenými osobami měli zohledňovat cizí kapitál, který generuje výpůjční náklady (např. tedy úroky), které lze „hodnotově využít“ v rámci ocenění daňových štítů, jelikož takové výpůjční náklady budou daňově uznatelné, a které s ohledem na regulaci „využít hodnotově“ nebude možné, jelikož daňově uznatelné nebudou. Půjde tedy o takovou výši cizího kapitálu, resp. výpůjčních nákladů, které explicitně budou generovat daňový štít

⁴ Do určité míry se s takovou situací můžeme v praxi setkat v případech, kdy společnost je dlouhodobě ztrátová již na úrovni EBIT a tedy fakticky, tj. z pohledu cash flow nedochází v jednotlivých letech k uplatnění daňového štítu, resp. není kvůli dlouhodobějším záporným daňovým základům možné uplatnit ani minulé daňové ztráty.

⁵ Srov. např. s Mařík a kol. (2018, s. 23).

a takovou výši cizího kapitálu, resp. výpůjčních nákladů, které explicitně nebudou generovat daňový štít.

Nadto se můžeme také setkat v konkrétní situaci i se společností, která bude vykazovat cizí kapitál explicitně neúročený, avšak vyvolávající výpůjční náklad⁶ (jiný než úrok) a i tento lze rozdělit do podkategorie s daňovou účinností takového nákladu, resp. daňovou neúčinností. Pro úplnost doplňuji, že cizí kapitál nevyvolávající výpůjční náklad (známý např. pod označením neúročené závazky) nebude ovlivňovat ocenění daňového štítu (takový cizí kapitál je zahrnut do ocenění v rámci investic do pracovního kapitálu).

V jednotlivých letech finančního plánu bychom se tedy mohli ve smyslu limitace setkat s takovým cizím kapitálem, kdy část z něj vyvolaných nákladových úroků (obecně výpůjčních nákladů) nebude v daném roce daňově uznatelná. Resp. se můžeme setkat s cizím kapitálem, který v daném roce nevyvolá tak vysoký úrokový a daňově uznatelný náklad, ale díky tomu, že v předešlém roce nebylo možné část úroků daňově uplatnit, uplatní se v roce následujícím případně jiném (např. obdobně jako v ČR současné předpisy umožňují uplatnění daňové ztráty v období do 5 let). Jinými slovy bude díky limitaci docházet k časové distorzi mezi výší úročeného cizího kapitálu v jednotlivých letech a uplatněním daňových štítů v jednotlivých letech.

Blíže viz příklad v tabulce níže.

Tab. 1 Test možností daňového uplatnění úroků

Rok	2019	2020	2021	2022	2023
(1) CK	2 000	1 700	1 600	1 550	1 500
(2) VK	350	400	420	450	500
(3) EBITDA	290	330	350	250	250
(4) nCK	4,50 %	4,10 %	4,25 %	5,00 %	5,00 %
(5) Výpůjční náklad (VN) = (1)*(4)	90	69,7	68	77,5	75
Pravidlo výše VN	MH	OK	OK	OK	OK
(7) Podíl VN na EBITDA = (5)/(3)	31,03% 30 % = 87	21,12 %	19,43 %	31,00 %	30,00 %
Pravidlo výše podílu	MH	OK	OK	MH	OK
(8) Daňově uznatelný VN	87	69,7	68	77,5*	75
(9) Neuznatelný rok (5)-(8)	3	0	0	0	0
Dodatečné uplatnění úroku			3		0
Celkový daňově uznatelný úrok	87	72,7	68	77,5	75

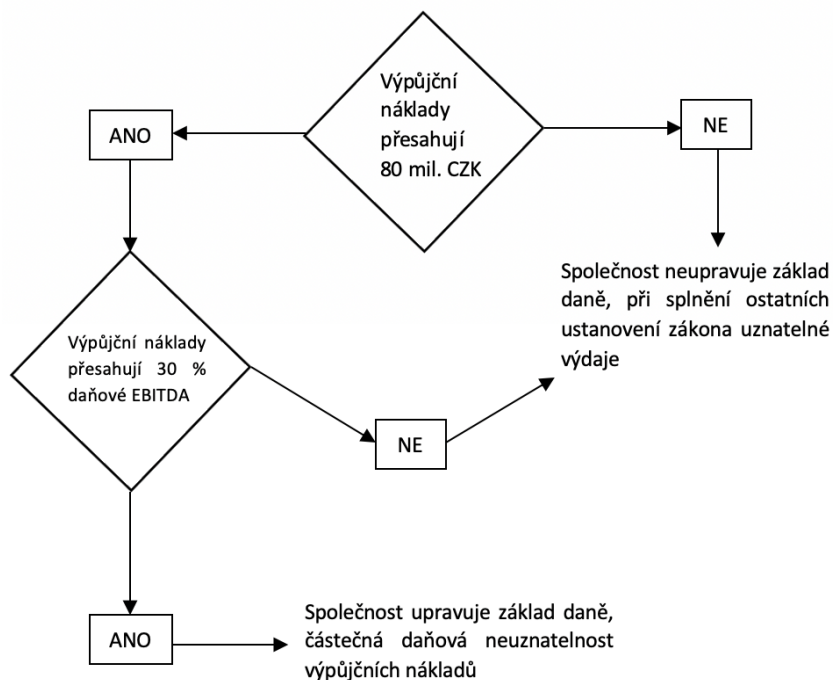
Zdroj: Vlastní tabulka.

Pozn: Symbol * značí aplikaci pravidla *de minimis*.

⁶ V řeči pravidel limitace nemusí jít nutně jen o úročený cizí kapitál, ale také cizí kapitál, který nemusí nutně explicitně vyvolávat úrokový náklad, nýbrž jakýkoliv jiný „výpůjční náklad“. Tedy případně takový náklad, který by nebyl účtován do „úrokových nákladů“, ale například do „jiných finančních nákladů“. Podstatný je vztah k danému cizímu kapitálu.

V tabulce 1 je uvedeno naplnění limitace s tím, že je zjevná nemožnost uplatnění celé výše úroků v roce 2019 z titulu porušení pravidel (tj. v tabulce 1 v roce 2019 činilo 30 % z daňové EBITDA výši 87 mil. Kč). V roce 2022 bylo aplikováno pravidlo vyšší ze dvou částek, takže mohla být uplatněna i výše nad hranici 30 % EBITDA⁷. Další roky již explicitně neplánují, což je další problematická oblast vyplývající z limitace a možností časově neomezeného uplatnění úroků. O to podstatnější při ocenění bude plán kapitálové struktury v druhé fázi. Může dojít k situaci (nikoliv dle tabulky 1), že v průběhu 1. fáze (explicitně plánovaného období „zbydou“ neuplatněné úroky, které by v 2. fázi (tj. v roce 2024 a dále) bylo možné daňově uplatnit. Případné další příklady a celkový postup aplikace navrhované novely zákona o daních z příjmů obsahuje jeho důvodová zpráva (MFČR, 2018).

Obr. 1 Postup ověření uznatelnosti výpůjčních nákladů



Zdroj: Vlastní schéma.

⁷ Jen poznámkou doplňuji, že výpočet by byl ještě složitější, pokud by CK byl poskytnutý od spojené osoby. V takovém případě by bylo aplikováno pravidlo nízké kapitalizace, tj. pravidlo, že CK/VK musí být max. 4-násobek. CK, resp. příslušná část úroků by nebyla uznatelná.

Z uvedeného příkladu v tabulce 1 vyplývá níže uvedený výpočet daňového štítu (viz tabulka 2), když vycházím ze známých postupů⁸

Tab. 2 Časová distorze vzniku daňového štítu

Rok	2019	2020	2021	2022	2023
(1) CK	2000	1700	1600	1550	1500
(2) Celkově daňově uznatelný úrok	87	72,7	68	77,5	75
(3) Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
Daňový štít (2)*(3)	16,53	13,81	12,92	14,73	14,25
Daňový štít bez limitace	17,10	13,24	12,92	14,73	14,25

Zdroj: Vlastní tabulka.

Z tabulky je patrné, že uplatnění daňového štítu může být časově posunuto. Bude platit, že čím vyšší absolutní výše úroků bude, tím významnější bude časová distorze vzniku daňového štítu kvůli limitaci.

Tab. 3 Obecné ocenění uplatněného daňového štítu

Rok	2019	2020
(1) Daňový štít	16,53	13,81
(2) Daňový štít bez limitace	17,10	13,24
(3) Diskontní sazba pro daňový štít	10,00 %	10,00 %
(4) Ocenění daňového štítu k 1.1.	15,03	12,55
(5) Ocenění daňového štítu k 1.1. bez limitace	15,55	12,04
(6) Ocenění daňového štítu k 1.1.2019	26,440	×
(7) Ocenění daňového štítu k 1.1.2019 bez limitace	26,488	×

Zdroj: Vlastní tabulka.

Dle ilustrativního příkladu v tab. 3 z pohledu ocenění daňového štítu došlo v roce 2019 k tomu, že část hodnoty byla „ztracena“ v důsledku časového posunu možnosti uplatnění výpůjčních nákladů. Rozdíl v tab. 3 je evidentní velice malý (cca 0,047 mil. Kč), však bude závislý na použité diskontní sazbě pro daňový štít a časovému rozložení uplatnění daňového štítu. Podstatné je, že limitace může vyvolávat rozdíly v ocenění společností výnosovými metodami. Čím významnější bude časová distorze vzniku daňového štítu, tím vyšší bude rozdíl v celkové hodnotě daňového štítu kvůli limitaci. Na druhou stranu však tento rozdíl bude značně závislý na zvolené diskontní sazbě pro ocenění daňových štítů v jednotlivých letech.

⁸ Např. Modigliani a Miller (1963), Brealey a Myers (2000) a další.

V rámci výše uvedeného jsem provedl empirické šetření, kolika subjektů se může v ČR limitace uznatelnosti výpůjčních nákladů týkat. Za využití databáze Albertina⁹ bylo zjištěno, že limitace uznatelnosti výpůjčních nákladů se může týkat kolem 80 společností. S ohledem na to, že např. finanční leasing a z něho plynoucí implicitní výpůjční náklady nelze z databáze (díky účetnímu výkaznictví) zjistit, lze konstatovat, že okruh firem bude reálně vyšší, avšak bude se stále jednat o velmi malý počet firem s ohledem na celkový počet podnikajících entit (právnických osob) v ČR.

Limitace se tedy jeví spíše jako technický problém při výpočtu, nicméně ve vztahu k výpočtu zadlužených nákladů vlastního kapitálu situace tak jasná není. V tabulce 4 níže je patrné, že díky možnosti uplatnit daňový štít úroků v jiném roce, než v roce účetního zachycení (a zaplacení) vzniká „štítová“ kapitálová struktura. Tedy taková struktura kapitálu, která neodpovídá účetní struktuře kapitálu v daném roce, ale odpovídá časově vzniku daňového štítu.

Tab. 4 „Štítová“ kapitálová struktura

Rok	2019	2020	2021	2022	2023
(1) CK	2 000	1 700	1 600	1 550	1 500
- CK vyvolávající daňový štít	1933	1773	1 600	1 550	1 500
- CK nevyvolávající daňový štít	67	0	0	50	0
(2) VK	350	400	420	450	500
Daňový štít	15,20	15,14	12,92	14,25	14,25
Účetní kapitálová struktura CK/K	85 %	81 %	79 %	78 %	75 %
Štítová kapitálová struktura	82,3 %	84,4 %	79 %	78 %	75 %

Zdroj: Vlastní tabulka.

Z výše uvedeného příkladu tak vyplývá, že bude nadále možné jednoduše aplikovat vzorce uváděné při výpočtech daňových štítů (např. u metody DCF APV – viz Mařík a kol., 2011, s. 24) pouze v situacích, kdy výše výpůjčních nákladů (zjednoduše úroků) bude pod definovanými limity. Ve smyslu Směrnice ADAT bude potřeba zdůraznit aplikační předpoklady obvykle užívaných vzorců úrokových daňových štítů (či daňových štítů výpůjčních nákladů obecně).

⁹ V licenci a dostupná databáze pro VŠE Praha všech podnikatelských subjektů i nevýdělečných organizací v České republice, kterým bylo přiděleno identifikační číslo organizace.

2.1 Aplikací předpoklady definice úrokového daňového štítu

Uvažme obvyklé definice výpočtu daňového štítu:

$$TS_t = CZ_{t-1} * n_{CZt} * d_t, \quad (1)$$

kde:

TS_t = absolutní výše daňového štítu úroků v roce t ,

n_{CZt} = úroková sazba na cizí kapitál v roce t ,

d_t = daňová sazba v roce t ,

CZ_{t-1} = úročený cizí kapitál na počátku roku t .

Uvedený vzorec (1) předpokládá, a to s ohledem na limitaci, že

$$CZ_{t-1} * n_{CZt} \leq I_{t_max}, \quad (2)$$

kde I_{t_max} jsou dány pravidly dle ATAD, tj. při pravidlu *de minimis* 80 mil. CZK, resp. 30 % daňové EBITDA (viz Schéma 1 výše).

Z popsaného postupu limitace tedy pro oceňovatele vyplývá, že daňový štít z úroků se bude v roce t pohybovat v intervalu $(0; d_t * I_{t_max})$. Výše v Tab. 1 bylo uvedeno, že výše TS_t nemusí být závislá na výši cizího úročeného kapitálu. Podmínku uvedenou ve vzorci (2) můžeme rozložit podle toho, co v oceňovacích pracích budeme považovat za vhodnější kontrolu dosažení I_{t_max} .

- a) můžeme vycházet z toho, že budeme schopni v oceňovacích modelech sledovat maximální výši úročeného cizího kapitálu, tedy modelovat

$$CZ_{t-1} \leq \frac{I_{t_max}}{n_{CZt}}, \quad (3)$$

- b) nebo můžeme pracovat s maximální výši efektivních nákladů na cizí zdroje, tedy modelovat

$$n_{CZt} \leq \frac{I_{t_max}}{CZ_{t-1}}, \quad (4)$$

Oba uvedené postupy mají své nevýhody:

- První předpokládá, že budeme schopni definovat takové cizí zdroje, které ještě generují úrokový daňový štít, a které už ne. Fakticky spíše půjde nikoliv o konkrétní, např. smlouvy, ale o určení absolutního čísla. Problém nastane v situacích, kdy se např. část výše úročeného kapitálu bude muset „rozdělit“ či v situacích, kdy budou jednotlivé úročné cizí zdroje různě úročené. Pak by se s ohledem na výši úrokového daňového štítu nabízelo pracovat nejdříve s nejvíce úročeným kapitálem (zdroje s nejvyšší sazbou), což však bude mít za následek nižší poměr cizího a vlastního kapitálu při dosažení uznatelného limitu. Tedy ke stavu, kdy maximální výše daňového štítu bude dosaženo

s nižším poměrem „štitové“ kapitálové struktury (byť plánovaná kapitálová struktura se nezmění).

- Druhý může indikovat naprosto nereálné úrokové sazby, které nebudou mít při ocenění žádnou oporu v aktuálně uzavřených (dlouhodobých) smlouvách, ale bude možné uvažovat, že štitová kapitálová struktura bude shodná s plánovanou kapitálovou strukturou.

Nový postup při modelování úrokového daňového štítu reflektující limitaci by pak mohla být uvedena takto v krocích:

1. Zjistíme, jaká výše úroků nemohla být v daném roce (plánu) uplatněna pro úrokový daňový štít z důvodu limitace tedy

$$I_{At} = I_t - I_{t_max} ; \text{pokud } (I_t - I_{t_max}) > 0, \quad (5)$$

kde:

I_t = výše úroků odpovídající výši zaúčtovaného (plánovaného) cizího kapitálu v roce t a

I_{At} = výše neuplatněných úroků pro úrokový daňový štít z důvodu limitace v roce t .

2. Zjistíme, jaká je celková výše úroků za období předcházející, která nemohla být v daných letech (plánu) uplatněna pro výši úrokového daňového štítu, tedy např:

$$I_A = \sum_{t=1}^n (I_{At}). \quad (6)$$

3. Určíme úrokový daňový štít pro daný rok (plánu):

$$TS_t = \begin{cases} I_t \geq I_{t_max}: TS_t = d_t * I_{t_max} \\ I_t \leq I_{t_max}: TS_t = (d_t * I_t) + d_t * \min[I_A | (I_{t_max} - I_t)] = \\ = d_t * (I_t + \min[I_A | (I_{t_max} - I_t)]). \end{cases} \quad (7)$$

Třetí krok ve výše uvedeném postupu tak popisuje postup použitý v příkladu v tabulkách výše; jedná se o zápis kroků, které byly uvedeny v příkladu v tabulkách 1 až 3. Kroky mají zajistit, aby korporace využila ve finančním plánu maximální možnou, avšak regulovanou výši úroků a z nich vyplývající maximální možnou výši daňového štítu.

Je nyní zřejmé, že pokud bude platit podmínka (5), tj. $I_t > I_{t_max}$, a tedy bude možné uplatnit v letech následujících v plánu alespoň část I_A , pak se v rámci finančního plánu (nejen cash flow) setkáme s rozdílnou:

- Účetní (autonomní) kapitálovou strukturou a
- Štítovou kapitálovou strukturou

Dodržíme-li kroky uvedené výše (viz rovnice (5), (6) a (7)), není složité zjistit TS_t . Tento postup je s ohledem na limitaci přesnější než postup uvedený v dosavadní literatuře. Důvod je jednoduchý, dosavadní literatura prozatím nebyla nucena uvažovat o limitaci daňové uznatelnosti úroků z cizího kapitálu limitem shora. V návaznosti na směrnici ATAD zejména úrokový daňový štít nemůže být odvozován od výše úročeného cizího kapitálu, nýbrž od absolutní výše úroků.

2.2 Hodnota daňového štítu

V rámci metody DCF APV se hodnota brutto společnosti $E + D$ určuje jako součet hodnoty nezadlužené firmy V_U a současné hodnoty daňového štítu VTS ¹⁰, přičemž takové rozdělení postupu je pro problematiku tohoto článku velmi výhodné:

$$E + D = V_U + VTS. \quad (8)$$

Tregler (2011, od s. 134) přehledně analyticky rozebírá současnou hodnotu daňového štítu ve světle ekvivalence metod DCF (entity, equity a APV), která byla díky vhodně stanovené diskontní sazbě pro účely stanovení VTS prokázána.

Pro samotné určení VTS je následně klíčové určení diskontní sazby. Platí tedy, že:

$$VTS = \sum_{t=1}^N \frac{TS_t}{\prod_{t=1}^N (1+k_t)} + 2. \text{ fáze}, \quad (9)$$

kde:

N = počet let první fáze,

k_t = diskontní sazba pro daňový štít v roce t ,

2. fáze = současná hodnota daňových štítů v druhé fázi.

Otevřené nyní zůstávají dvě problematické oblasti:

- Model určení daňového štítu pro druhou fázi
- Stanovení diskontní sazby pro daňový štít

Model určení TS v druhé fázi

Již jsem uvedl, že není dle mého názoru při existenci pravidel limitace dle směrnice ATAD možné vycházet při určení daňového štítu z výše úročeného cizího kapitálu tak, jak preferuje současná odborná literatura. Stejně tak není možné v druhé fázi uvažovat takové tempo růstu (někdy označováno jako „g“), které by vedlo k vyšším úrokům, než které jako daňové povolují pravidla limitace.

¹⁰ Některými autory (např. Pratt a Grabowski, 2014, s. 571) u VTS explicitně uvádějí, že se jedná o daňové benefity z titulu úrokového daňového štítu.

V druhé fázi nás při sestavení finančního plánu mohou čekat v zásadě pouze tři situace:

- 1) Nebude plánován žádný úročený cizí kapitál:

$$TS_N = 0. \quad (10)$$

- 2) Úročený cizí kapitál bude tak vysoký, že úroky z dluhů budou vyšší než maximální uplatnitelné a základ daně před odečtením úroků alespoň tak vysoký, jako tyto maximální uplatnitelné úroky:

- V situaci, kdy finanční plán oceňované společnosti uvažuje (již např. na konci první fáze) takovou kapitálovou strukturu, resp. výši úročeného cizího kapitálu, ze kterého budou placeny úroky vyšší než I_{t_max} , pak nelze uvažovat jinou výši daňového štítu než ve výši:

$$TS_N = \frac{I_{N_max} \times d_N}{k_N}, \quad (11)$$

kde:

I_{N_max} = maximální uplatnitelné úroky pro výpočet daňového štítu ve druhé fázi dle pravidel limitace,

d_N = dlouhodobě očekávatelná sazba korporátní daně – očekávatelná sazba pro druhou fázi,

k_N = diskontní sazba pro daňový štít v druhé fázi.

- V této situaci se jedná o stabilní řadu daňových štítů, zejména z toho důvodu, že daňově uplatnitelné nemohou být vyšší. U zbylé části úroků nad maximální výši nelze uvažovat uplatnění v jiném roce, a jedná se tedy o trvale ztracenou hodnotu¹¹. Obvyklou podmínkou bývá při daňové uplatnitelnosti nákladů úhrada nákladových úroků, tj. požadavek na zaplacení – cash out. Existuje zde tedy riziko nikoliv výše úroků jako takových, ale spíše riziko související obecně s dostatečnou výší cash flow společnosti.
- Ačkoliv řada daňových štítů se může jevit jako stabilní, tato stabilita nemá nic společného se stabilní kapitálovou strukturou, což je mimo jiného i důvod, proč se na výši úročeného cizího kapitálu nemůžeme ve snaze pracovat s co možná nejjednoduššími modely spoléhat. Pokud nyní spojíme rovnici (9) a rovnici (11), získáme model stanovení současné hodnoty daňového štítu na pozadí pravidel ALDS.

¹¹ Lze samozřejmě dopočítat, jaký vliv na tvorbu hodnoty (spíše směrem dolů) má zavedení administrativní limitace daňově uznatelných úroků.

$$VTS = \sum_{t=1}^N \frac{TS_t}{\prod_{t=1}^N (1 + k_t)} + \frac{I_{N,max} * d_N}{k_N * [\prod_{t=1}^N (1 + k_t)]}. \quad (12)$$

3) Úročený cizí kapitál bude tak vysoký, že úroky z dluhů nebudou vyšší než maximální uplatnitelné a základ daně před odečtením úroků bude alespoň tak vysoký jako tyto uplatnitelné úroky:

- Autonomní plánovaná kapitálová struktura v období první fáze plánu nebude generovat vyšší nákladové úroky než maximálně uplatnitelné a cash flow firmy bude pro úhradu takových dluhů dostatečné a lze důvodně očekávat, že společnost ve druhé fázi nebude mít významně jinou kapitálovou strukturu než v období plánu první fáze. Takové předpoklady lze shrnout do níže uvedené definice.

$$TS_N = \frac{I_N * d_N}{k_N}. \quad (13)$$

kde:

I_N = vypočtená výše uplatnitelných úroků pro výpočet daňového štítu ve druhé fázi dle pravidel limitace.

Pro úplnost uvádím model stanovení VTS pro výše uvedený předpoklad.

$$VTS = \sum_{t=1}^N \frac{TS_t}{\prod_{t=1}^N (1 + k_t)} + \frac{I_N * d_N}{k_N * [\prod_{t=1}^N (1 + k_t)]}. \quad (14)$$

Teoreticky by šlo uvažovat ještě s případným růstem „g“, nicméně v druhé fázi by díky aplikaci růstu „g“ došlo k dosažení $I_{N,max}$. Pokud by však plán růstu úrokových nákladů měl být přesný, pak bychom si nevystačili s dvoufázovým modelem stanovení výše TS , nýbrž bychom museli zavést model třífázový ve výše popsané logice (třetí fázi by tvořil TS dle vzorce (11) výše).

Stanovení diskontní sazby pro TS

Fernández (2015), a jistě mnoho dalších, konstatoval, že neexistuje konsensus mezi odborníky ve věci diskontní sazby aplikované při výpočtu VTS . Někteří autoři (např. Damodaran, 2006) preferují určit diskontní sazbu na úrovni nákladu dluhu, jiní (např. Ruback, 2002) konstatují diskontní sazbu na úrovni nákladů kapitálu nezadlužené firmy nebo kombinací obou v různých letech (jako např. Miles a Ezzell, 1985).

Jelikož je téma limitace dle směrnice ATAD vcelku nové, lze očekávat, že se postupem času objeví aktualizované názory, které budou reflektovat posun v logice rizik dosažení daňových štítů. V metodice popsané výše připouštím prozatím bez

hlubších důkazů různou výši diskontní sazby pro *TS* jednak v jednotlivých variantách limitace, resp. v různém časovém období. Tento názor (rovněž dočasně – prozatím) podporuji:

- skutečností, že pro daňovou uznatelnost musejí být úroky zaplacené (riziko dosažení příslušných cash flow na úrovni FCFF);
- skutečností, že při dosažení a překročení hranice maximální výše uznatelných úroků je dosažení daňového štítu jinak rizikové než dosažení daňového štítu pod hranicí;
- skutečností, že při překročení maximální hranice úrokových nákladů je možné tyto aplikovat v jiných obdobích, a tedy riziko dosažení daňových štítů v těchto dalších obdobích je ovlivněno roky předcházejícími, nikoliv daným rokem.

Jsem dále toho názoru, že na pozadí práce Treglera (2011) hrozí značné riziko v tom, že zavedení pravidel limitace, resp. z toho vyplývající nová administrativní limitace daňového štítu, způsobí komplikace v definování takových postupů, které by zajistily rovnost mezi jednotlivými výnosovými metodami (jak historicky např. prokázala Maříková, 2009).

Nyní uzavírám, že se spíše jeví správnější užití různých diskontních sazeb pro *TS*, přičemž však bude nutné k tomuto tvrzení představit příslušnou důkazní materii.

3 Závěr

Cílem tohoto článku bylo navržení vyřešení otázky, jak má vypadat výpočet současné hodnoty daňového štítu za existence nové administrativní limitace daňové uznatelnosti úroků z úročeného cizího kapitálu vyvolané zavedením směrnice EU známé pod označením „Anti-Tax Avoidance Directive”.

Zavedení administrativní limitace daňové uznatelnosti úrokových nákladů z cizího kapitálu bude mít zejména v praxi oceňování podniků za následek úpravu tradičního postupu výpočtu daňového štítu, a tedy i vzorce pro výpočet daňových štítů při stanovení hodnoty společnosti včetně výpočtu hodnoty druhé fáze.

Článek navrhuje, aby se opustilo od výpočtu daňového štítu přes proměnnou úročený cizí kapitál ve prospěch proměnné výše úroků jako řešení hlavně technického problému při sestavení finančního plánu a na něj navazujících modelů výnosového ocenění.

Tyto úpravy je nutné definovat odlišně podle konkrétní kapitálové struktury oceňované společnosti. Administrativní limitace daňové uznatelnosti nákladových úroků bude mít i vliv na uvažovanou diskontní sazbu při výpočtu současné hodnoty daňových štítů. Přičemž se jeví jako vhodné užití diferencované výše diskontní sazby pro jednotlivé roky, resp. jednotlivé varianty možného vývoje daňového štítu – tj. např. při dosažení administrativního limitu úrokového daňového štítu.

V dalším výzkumu bychom se měli soustředit také alespoň na:

- vliv limitace absolutní výše daňově uznatelných úroků na modely reagenčních funkcí, kterými je dosahována rovnost výsledků aplikace výnosových metod (např. DCF entity, equity a APV), resp. na otázku, zdali směrnice ATAD zabráni obecné platnosti (použitelnosti) současných reagenčních funkcí;
- zaujmout stanovisko k vhodné diskontní sazbě pro administrativně limitovanou výši daňového štítu, resp. uzavřít, zdali pravidla limitace vůbec umožňují shodu výsledků jednotlivých výnosových metod;
- tržní hodnotu dluhu a úpravu příslušných modelů s ohledem na limitaci a z toho vyplývající odvození „beta dluhu“,

čímž by mohla být nabídnuta ke kritice určitá ucelená materie týkající se dopadů zavedení administrativní limitace daňové uznatelnosti úroků i mezi nespřízněnými osobami.

Literatura

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., 2000. *Principles of Corporate Finance*. 5th ed. New York: The McGraw–Hill Companies.

DAMODARAN, A., 2006. *Damodaran on Valuation*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons.

EU, 2016. *Směrnice Rady (EU) 2016/1164 ze dne 12. července 2016, kterou se stanoví pravidla proti praktikám vyhýbání se daňovým povinnostem, které mají přímý vliv na fungování vnitřního trhu* [online]. [vid. 20. 9. 2018]. Dostupné z: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/?uri=celex:32016L1164>>.

FERNÁNDEZ, P., 2005. The value of tax shields is not equal to the present value of tax shields: A correction. *SSRN Electronic Journal* [online]. doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.651206>.

MAŘÍK, M. a kolektiv, 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., BUUS, T., RÝDLOVÁ, B., 2018. *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vyd. Praha: Ekopress.

MAŘÍKOVÁ, P., 2009. *Vzájemné vztahy výnosových metod pro oceňování podniku*. Habilitační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze.

MFČR, 2018. *Vládní návrh zákona, kterým se mění některé zákony v oblasti daní a některé další zákony* [online]. [vid. 13. 6. 2018]. Dostupné z: <<https://apps.odok.cz/veklep-detail?pid=KORNAVKGT7MQ>>.

- MILES, J. A., EZZELL, J. R., 1985. Reformulating Tax Shield Valuation: A Note. *Journal of Finance*. Roč. 40, č. 5, s. 1485–1492. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02396.x>.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. Roč. 48, č. 3, s. 261–297.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*. Roč. 53, č. 3, s. 433–443.
- MYERS, S. C., 1974. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions-Implication for Capital Budgeting. *Journal of Finance*. Roč. 29, č. 1, s. 1–25. doi: <https://doi.org/10.2307/2978211>.
- MYERS, S. C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. Roč. 39, č. 3, s. 575–592. doi: <https://doi.org/10.2307/2327916>.
- PRATT, S. P., GRABOWSKI, R. J., 2014. *Cost of Capital. Applications and Examples*. 5th ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
- RUBACK, R. S., 2002. Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows. *Financial Management*. Roč. 31, č. 2, s. 85–103. doi: <https://doi.org/10.2307/3666224>.
- TREGLER, F., 2011. *Private Equity*. Disertační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze.

The Anti-Tax Avoidance Directive and its implication to the tax shields: Administrative limitation of tax shield value

Tomáš Brabenec

Abstract:

The article analyses expected impacts of The Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD) implementation, respectively planned amendment to the Czech Income Tax Act, which implements among others also administrative limitations on tax deductibility of interest expenses, and tax shields used in company valuation. The article presents time distortion in calculation of tax deductibility of interest expenses and the amount of interest-bearing capital after the regulation on a practical example. Then it defines general formulas for the calculation of tax shields resulting from the regulation including the model for the second phase of valuation. The article states the main topics in business valuation which will be affected by the regulation.

Keywords: Debt; Cost of debt; Tax shields; Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD).

JEL Classification: G30, G31, G32.