



Podmínky pro využití financování podniků formou private equity a venture kapitálu v České republice a vybraných evropských zemích – identifikace bariér, možnosti řešení

Conditions of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries – Identifying Barriers and Finding Solutions

Jaroslava Rajchlová, Michaela Baranyková, Michal Polák, Zdeněk Brož

Abstract

Purpose of the article Purpose of this article is to analyze and evaluate the conditions of Private equity and Venture capital financing in the Czech Republic and selected other European countries. The research is conducted in the form of comparative study. This research also identifies the barriers of this type of financing and proposes solutions for improvement.

Scientific aim The scientific aim of this article is observed mainly in the thorough analysis of available information about this topic and in the formulation of measures that would help to improve the conditions of PE/VC financing in the Czech Republic.

Methodology/methods In order to achieve the scientific aim of this research the following scientific methods are used: analysis, synthesis, inductive reasoning, description and comparison. Graphical visualization is used for demonstration of results.

Findings Several limitations and problems that hinder the development of PE/VC financing were identified. For example insurance and pension funds cannot invest in this type of assets. There is also little or no support from the government and public funds of funds or so called funds of venture capital do not exist. Following measures are proposed in order to improve the situation. Full implementation of the 2003/41/ES regulation formulated by the European parliament on June 3rd 2003. Public support of PE/VC financing - for example in a form of tax deductible loss originating from the PE/VC investment. Government support of new enterprises through so called fund of funds.

Conclusions Venture capital and private equity are great possibilities for enterprises with a high grown potential. A list of limitations and their solutions is proposed by this research based on the comparative study. These findings can be used to improve the conditions of this type of financing in the Czech Republic.

Key words: Private equity, venture capital, legislativní podmínky, veřejná podpora, rozvoj podniků, financování rozvoje podniků

JEL Classification: G24

Úvod

Rozvoj podniků je ovlivňován těmito determinaty (Koráb et al, 2008): externí, interní a finanční řízení podniku. Součástí posledně jmenovaného jsou především faktory typu - nedostatky ve finančním řízení, vysoké zadlužení podniku, problémy s financováním provozu a především nedostatek kapitálu. Jednou z možností, jak odstranit, resp. zmírnit působení těchto problémů bránících rozvoji podniku, je využití private equity a venture kapitálu jako možností financování rozvoje podniků. Zinecker (2008), Režňáková a Nývtová (2007) a Valach (2001) shodně vnímají PE/VC jako takový kapitál, který je vkládán do základního kapitálu zpravidla veřejně neobchodovatelných podniků, určený na financování počáteční činnosti podniku, zejména na financování projektů inovačního a rozvojového charakteru s vysokým rizikem. Vklady kapitálu jsou realizovány ze strany soukromých investorů (tzv. Business Angels) nebo ze strany institucionálních investorů - fondy venture kapitálu.

Private equity a venture kapitál jsou vhodné zejména pro takové podniky, které disponují nehmotnými aktivy jako je například know-how. Financování venture kapitálem a private equity tak umožňuje získat potřebné finanční prostředky bez záruk, které požadují běžní investoři či poskytovatelé úvěrů.

Dopad financování na rozvoj podniků byl prokázán četnými studiemi. Často v odborné literatuře bývají citovány studie (Rosenstein et al., 1989, 1993; Sapienza, 1992), které prokázaly pozitivní vliv financování PE/VC na rozvoj podniků. Další studie, které např. na základě srovnání podniků s jinou finanční účastí než PE/VC a podniků s účastí PE/VC, potvrdily lepší a dynamičtější vývoj určitých ukazatelů a oblastí, lze jmenovat: Engel (2002), NVCA (2011), Belke et al. (2003). Autory bývá také zmiňováno, že PE/VC financování naplňuje tzv. funkci nefinanční přidané hodnoty pro podnik. A to především intenzivní poradenskou činností – zúčtováním znalostí a zkušeností investičních managerů. Například Tykvová (2000) spatřuje nefinanční přidanou hodnotu ve zkušenost managementu VC společností a rozlišuje míru úrovně výběru, kontroly a poradenství. Wang et al. (2002) definují míru nefinanční přidané hodnoty investorů PE/VC v jejich aktivním monitoringu a určení vhodné lhůty pro vstup na burzu (IPO). Schertler (2003) zdůrazňuje význam „dynamicke výhody“ ve formě koncentrace zkušeností a

dobrého jména společností PE/VC. Manažeři těchto společností mohou často nezkušeným zakladatelům podniků nabídnout dohled a poradenství.

V legislativě České republiky byly identifikovány bariéry pro rozvoj tohoto typu financování (Zinecker a Rajchlová, 2010; Zinecker, 2010). Podmínky pro využití PE/VC, jako nástroje podpory rozvoje podniků, jsou na průměrné úrovni.

Poradenská společnost KPMG v roce 2008 vyhodnotila pro evropskou asociaci private equity a venture kapitálu (EVCA) legislativní podmínky a podmínky veřejné podpory ve 27 zemích Evropy. Česká republika se dlouhodobě umísťuje na posledních místech ze všech hodnocených Evropských zemí. Pro komparaci podmínek s Českou republikou byly zvoleny země s největším rozšířením PE/VC v Evropě: Velká Británie, Irsko a Nizozemí.

1 Cíl práce a použité metody

Cíl příspěvku je autory spatřován, na základě závěrů plynoucích z analýzy informačních zdrojů a dat, v navržení takových podmínek, které by vedly ke zlepšení situace na trhu PE/VC v České republice. Tyto návrhy budou vycházet ze zjištěných podmínek pro financování PE/VC ve vybraných zemích a sice Velké Británii, Irsku a Nizozemí. Země byly zvoleny dle následujících kritérií: vysoký průměrný podíl investic private equity a venture kapitálu k hrubému národnímu produktu a dlouhodobě příznivé podmínky pro financování rozvoje podniků formou PE/VC. Z Tabulky 1 lze vyčíst, že se právě jedná o výše označené země, jenž splňují daná kritéria. Průměrný podíl investic je měřen za léta 2004 až 2010 a data jsou použita z oficiálních statistik zveřejňovaných EVCA. Jednotlivé propočty jsou pak vlastní prací autorů.

Jako kritérium hodnotící dlouhodobě vhodné podmínky pro financování PE/VC v jednotlivých zemích byly sledovány tyto oblasti: současná komplexní situace země, podmínky pro fondy investičních společností investující PE/VC, penzijní fondy, struktura fondů, daňové a právní podmínky pro investiční společnosti a daňové a právní podmínky pro příjemce PE/VC-podniky. Každá z uvedených podmínek byla hodnocena známkou od 1 do 3, kdy 1 znamenala nejlepší úroveň a známka 3 nevyhovující úroveň.

Východiskem příspěvku je analýza právních a daňových předpisů České republiky, Velké Británie, Irsku a Nizozemí, stejně tak jako analýza veřejné podpory financování private equity

a venture kapitálem ve jmenovaných zemích. Při zpracování textu bylo dále nezbytné čerpat informace ze studií publikovaných EVCA, především z tzv. Benchmarking study. Dalším důležitým informačním zdrojem byly interní materiály České asociace venture kapitálu a private equity.

Pro dosažení stanoveného cíle autoři postupovali metodami vědecké práce, a to syntézy, analýzy indukce, dedukce, deskripce a komparace.

2 Výsledky

Z výsledků uvedených v Tabulce 1 bylo usouzeno, že vhodné země pro komparaci jsou Velká Británie, Irsko a Nizozemí. Velká Británie je otevřená ekonomika s druhou nejvyšší průměrnou mírou investovaných finančních prostředků ve formě private equity a venture kapitálu. Zároveň podmínky pro financování rozvoje podniků PE/VC jsou dlouhodobě na vynikající úrovni, v roce 2003 a 2004 byly označeny jako nejlepší v Evropě, v letech 2006 a 2008 jako

třetí nejlepší. Výše průměrné míry investice PE/VC v Irsku je na průměrné úrovni, země však dlouhodobě vykazuje výborné podmínky pro investování PE/VC-v 2006 byla země umístěna na 1. místě ze všech hodnocených zemí. V roce 2003 bylo prostředí ohodnoceno druhou nejlepší známkou a v roce 2004 třetí nejlepší. Nizozemí má třetí nejvyšší míru investování PE/VC ze sledovaných zemí a umístění dle příznivosti daňového a právního prostředí pro PE/VC je hodnoceno známkami v intervalu d 1,6 do 1,79. Toto ohodnocení je možno vnímat jako umístění čtvrté až sedmé nejlepší ze sledovaných zemí.

2.1 Česká republika

Legislativní úpravy vztažené k problematice financování venture kapitálem a private equity v České republice:

- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.
- Zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení.
- Zákon č. 592/1992 o pojistném na

Table 1 Hodnocení vybraných zemí

Země	Průměr investic PE/VC k HDP (v %)	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2008	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2006	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2004	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2003
Švédsko	0,87	2,02	2,12	2,05	2,09
Velká Británie	0,76	1,45	1,46	1,26	1,20
Holandsko	0,61	1,63	1,6	1,76	1,79
Francie	0,43	1,23	1,36	1,89	2,09
Finsko	0,38	1,92	1,91	2,3	2,25
Norsko	0,36	2,03	2,08	2,04	nehodnoceno
Maďarsko	0,34	1,84	1,83	1,86	nehodnoceno
Belgie	0,33	1,33	1,51	1,82	2,08
Španělsko	0,3	1,58	1,52	1,96	2,17
Česká republika	0,29	2,4	2,21	2,12	nehodnoceno
Německo	0,27	2,18	2,15	2,37	2,41
Irsko	0,27	1,32	1,27	1,53	1,58
Lotyšsko	0,2	1,88	2,12	nehodnoceno	nehodnoceno
Itálie	0,18	1,96	1,72	1,86	1,96
Rumunsko	0,16	2,27	2,35	nehodnoceno	nehodnoceno
Portugalsko	0,15	1,63	1,71	1,81	2,32
Rakousko	0,14	1,87	1,74	2,42	2,53
Litva	0,11	1,75	nehodnoceno	nehodnoceno	nehodnoceno
Polsko	0,13	1,95	2,16	2,13	nehodnoceno
Řecko	0,09	1,46	1,55	1,75	1,96
Estonsko	0,08	2,06	2,08	nehodnoceno	nehodnoceno
Slovensko	0,03	2,33	2,17	2,49	nehodnoceno

Zdroj: vlastní práce na základě EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

všeobecné zdravotní pojištění.

- Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení, Zákon č. 42/ 1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem.
- Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty.

Směrnice EU, které se týkají problematiky investic formou private equity a venture kapitálu, jsou:

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.

Daň z příjmů právnických osob je upravena zákonem č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů. Sazba daně dle § 21 zákona č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů je pro rok 2011 ve výši 19 %. Existují však výjimky, jako penzijní fondy (viz níže). Veškeré příjmy z dividend, podílů na zisku, vypořádacích podílů a podílů na likvidačním zůstatku tvoří samostatný základ daně a jsou zdaněny srážkovou daní ve výši 15 %. Nutno dodat, že tyto příjmy jsou vypláceny ze zisku po zdanění, jsou tedy v současné době podrobeny tzv. „dvojímu“ zdanění.

Daňové a právní prostředí České republiky nenabízí pro financování private equity a venture kapitálem výraznou motivaci ze strany investujících subjektů. Nevýhodnou pozici mají zejména penzijní fondy a pojišťovací společnosti. Kromě osvobození z kapitálových zisků od spojených osob přesně stanovených v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů neexistují v České republice další formy veřejné podpory pro investice do investičního majetku podniků.

Penzijní systém v České republice je odlišný od evropských zemí. Penzijní systém je realizován prostřednictvím prvního a třetího pilíře. Prvním pilířem je systém tzv. placení dle spotřeby a je prováděn a kontrolován prostřednictvím státu. Účast na něm je povinná a je upravena především těmito zákony – zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení, zákon č. 592/1992 o pojistném na všeobecné zdravotní pojištění, zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení.

Třetí pilíř zahrnuje schéma tvořené na

bázi komerčního systému, který je vykonáván prostřednictvím penzijních fondů. I tato část sociální péče je částečně zajišťována státem, účast na ní je však dobrovolná. Jde o tzv. penzijní připojištění.

V České republice byla také částečně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Je to dáno především tím, že systém zaměstnaneckých důchodů není v tuzemsku etablován a pro zahraniční zaměstnavatele může být tento systém problematický.

Penzijní fondy podléhají přísným zákonným předpisům. České právo specifikuje instrumenty, do kterých mohou důchodové fondy investovat. Private equity a venture kapitál v nich však nejsou zahrnuty. Nejvýš 5 % z celkových investic penzijního fondu může být umístěno jinak, než stanovuje zákon. Tím samozřejmě vzniká omezení pro možnost investování do jiných druhů aktiv.

Další překážkou je, že nelze investovat do aktiv, která by mohla být v každém jednotlivém kalendářním roce ztrátová. V důsledku těchto regulací je investice do fondů private equity nemožná, a pokud nedojde k výrazným změnám v českém právním systému, bude tomu tak také nadále. Přestože by penzijní fondy mohly investovat do aktiv všech členských zemí OECD, nemohou své peníze zhodnotit pomocí private equity a venture kapitálu. V této oblasti lze však očekávat změny.

Zákon o daních z příjmů upravuje v §21 odst. 3 sazbu daně pro penzijní fondy ve výši 5 %. Sazba daně se stejně jako u ostatních právnických osob vztahuje na základ daně snížený o položky podle § 34 zákona o daních z příjmů (ztráta z podnikání, výdaje vynaložené na vědu a výzkum).

Vláda ČR schválila dne 16. 2. 2011 novelu, která mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Novela implementuje do českého právního řádu změny na evropské úrovni. Největší novinkou je rozdělení speciálních fondů kolektivního investování podle toho, zda budou moci shromažďovat finanční prostředky od veřejnosti nebo jen od omezeného okruhu osob. Kromě standardních fondů určených pro drobné investory zavádí čtyři druhy speciálních fondů: fond kvalifikovaných investorů, fond cenných papírů, fond fondů a fond nemovitostí. Právě fond fondů je označen pro fond private

equity a venture kapitálu.

Návrh zákona je převážně implementační a odráží přijetí nové směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (známé pod anglickou zkratkou „UCITS IV“) a 4 evropských legislativních norem, které UCITS IV upravují. Návrh dále upravuje novelu tzv. prospektové směrnice a směrnice o transparentci. Novela zákona především zjednodušuje úpravu speciálních fondů kolektivního investování, tj. fondů, které nejsou regulovány na úrovni práva Evropských společenství.

Fondy pojišťoven mohou, dle platné zákonné úpravy investovat vymezená aktiva, do kterých mohou pojišťovací společnosti investovat své zdroje z rezerv. Stejně jako u penzijních fondů však tyto aktiva nezahrnují private equity a venture kapitál. Pojišťovny mohou investovat své zdroje v zemích Evropské unie, ne však formou private equity a venture kapitálu.

Existence podílových a investičních fondů musí být v České republice schválena Českou národní bankou. Daňový režim je stejný jako u penzijních fondů – sazba daně je tedy ve výši 5 % ze základu daně sníženého o odčitatelné položky. Toto ustanovení je upraveno zákonem o daních z příjmů v § 21 odst. 2. Řízení takových fondů pak zůstává na samotném managementu společnosti. Z toho plyne, že nejsou daňově transparentní pro tuzemské ani zahraniční subjekty, které by chtěly do těchto fondů investovat. Podle § 54 zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty jsou navíc služby související s řízením fondu prostřednictvím managementu společnosti osvobozeny od DPH. Fond je tak bez zbytečných investičních omezení.

Česká republika neposkytuje, kromě osvobození dividend a kapitálových zisků, které lze použít u investic mezi spojenými osobami, žádné další daňové motivační pobídky pro osoby, které by chtěly investovat formou private equity a venture kapitálu.

Pro nové malé a střední podniky neexistuje odlišná sazba daně z příjmů právnických osob. Úrokové náklady související s úvěrem mezi spojenými osobami, podle § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů, nemohou investoři odečíst od svého daňového základu v plné výši, ale musí být použita pravidla tzv. nízké kapitalizace.

Od roku 2005 bylo v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů zakotveno nové ustanovení v

§ 34. Výdaje vynaložené na vědu a výzkum se staly odpočitatelnou položkou od základu daně a to v plné výši.

V České republice je diskutována též možnost veřejné podpory private equity a venture kapitálu na úrovni ministerstva financí a bank. Uvažuje se o zřízení fondu na podporu rozvoje podniků, tzv. seed fondu, prostřednictvím kterého budou realizovány investice typu private equity a venture kapitálu.

V ČR byly studií společnosti KPMG identifikovány příznivé podmínky pro zdanění kapitálových zisků, kdy jsou dividendy daněny srážkovou daní. Tato srážková daň je upravena v § 36 zákona o daních z příjmů a v současné době je ve výši 15 %. Zdanění fyzických osob, které je stanoveno v § 16 zákona o daních z příjmů, je také ve výši 15 %. Obě tyto sazby jsou pod evropským průměrem.

Pro fyzické osoby je od 1. 1. 2008 nově v zákoně o daních z příjmu upravena možnost osvobození od daně z příjmů z prodeje cenných papírů, a to za podmínek, pokud doba mezi nabytím a převodem těchto cenných papírů přesahuje 6 měsíců a zároveň se osvobození vztahuje pouze na osoby, jejichž celkový přímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech společnosti nepřevyšoval v době 24 měsíců před prodejem cenných papírů 5 %. Ustanovení je zakotveno v § 4 odst. 1 písm. w). Pokud je podíl na základním kapitálu či hlasovacích právech vyšší než 5 % pak platí ustanovení § 4 odst. 1 písm. r), v takovémto případě lze osvobodit příjmy, přesahuje-li doba mezi nabytím a prodejem 5 let.

2.2 Velká Británie

Legislativní úpravy vztažené k problematice financování venture kapitálem a private equity ve Velké Británii:

- Income Tax (Earnings and Pensions) Act 2003 (ITEPA, 2003) – zákon o daních z příjmů.
- House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act 1981 – zákon o penzijním pojištění.
- The Social Security (Contributions) (Rating and National Insurance Funds Payments) Order 2007 – zákon o pojišťovacích fondech.

Ve Velké Británii je platné progresivní zdanění. Sazba daně (ITEPA, 2003) ve výši 21 % je uplatňována při dosažení ročního zisku do 300 000 GBP, sazba 29,75 % při dosažení 300.000 až 1 500 000 GBP a 26 % sazba nad

1 500 000 GBP. Investiční společnosti platí daň ze zisku 20 %.

Ve zdaňovacím období, dle výše uvedeného zákona, 2010/2011 byla daňová úleva z kapitálových výnosů 10 100 GBP. Zisk nad tuto hranici je zdaněn jednotnou sazbou, a to ve výši 18 %, je nicméně možné uplatnit případnou akumulovanou ztrátu z minulých let. Daňovou úlevu mají jednotlivci, kteří prodají svou firmu a dále vlastníci alespoň 5% podílu ve firmě, kteří jej prodají a v takové firmě pracují. Tito lidé zaplatí daň ve výši 10 % ze zisku do 1 mil. GBP.

Od placení daně z kapitálového výnosu jsou osvobozeny investice do individuálních spořicíh účtů do 7 200 GBP ročně, přičemž investice do peněžních produktů ISA činí maximálně 3 600 GBP a zbytek tvoří investice do cenných papírů.

Komanditní společnosti a fondy mohou využívat širokou škálu pobídek pro investice do private equity a venture kapitálu (EVCA a KPMG, 2008) Penzijní fondy a pojišťovací společnosti nejsou při investování svých aktiv ničím omezeny (House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act, 1981; The Social Security Contributions Re-rating and National Insurance Funds Payments Order, 2007). Omezení se vztahují pouze na ty společnosti, které jsou uvedeny ve směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Struktura penzijních a pojišťovacích fondů ve Velké Británii je považována za model pro ostatní země, stejně jako daňové pobídky, které stimulují investice formou private equity a venture kapitálu. Podpora mladých a rostoucích podniků ve Velké Británii na nízké úrovni (EVCA, 2008; KPMG, 2008).

22. srpna 2008 byla ve Velké Británii plně implementována směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi, kterou se penzijní systém řídí. Penzijní fondy nepodléhají žádným kvantitativním, kvalitativním ani geografickým omezením, které jsou stanoveny státem. Řídí se pouze pravidly uvedenými ve směrnici EU. Mohou tedy investovat do private equity a venture kapitálu podle vlastního uvážení.

Ve Velké Británii mohou pojišťovací společnosti investovat formou private equity a venture kapitálu bez omezení a to jak kvalitativního, tak kvantitativního. Stejně tak neexistují

omezení geografická. Je nutné dodržovat pouze pravidla daná směrnicí EU. Nejvíce rozšířená právní forma fondů, které investují do private equity a venture kapitálu je Anglická komanditní společnost a Skotská komanditní společnost (EVCA a KPMG, 2008).

Anglická komanditní společnost je daňově transparentní pro účely zdanění ve Velké Británii v oblasti příjmů a zdanitelného zisku a to jak pro domácí tak i pro zahraniční společníky. V případě neexistence obchodní činnosti se mohou zahraniční společníci vyhnout povinnosti založení stálé provozovny.

Manažerské poplatky spojené s investicemi formou venture kapitálu a private equity nepodléhají DPH (ITEPA, 2003).

Investuje-li soukromý investor částku do výše 200 000 liber pomocí tzv. „Venture Capital Trust“ vzniká nárok na slevu na dani z příjmu ve výši 30 % investice, pokud tato investice trvá alespoň 5 let (ITEPA, 2003). Příjmy plynoucí z VCT nepodléhají u investorů dani z příjmů a kapitálové zisky také nepodléhají dani z kapitálových zisků. Toto lze považovat za daňovou příležitost či pobídku pro individuální investice pro malé společnosti prostřednictvím „enterprise investment schemes“.

Velká Británie poskytuje daňové pobídky v podnikání pro oblast výzkumu a vývoje, a to především pro malé a střední podniky. Malé a střední podniky si mohou uplatnit výdaje až do výše 175 % investice (ITEPA, 2003). Velké společnosti pak mohou využít odpočtu ve výši 130 % výdajů z investice. Dále jsou nabízeny příspěvky na kapitálové výdaje vynaložené na výzkum a vývoj. Výdaje spojené s externími subdodavateli a externě prováděnou prací, která souvisí s výzkumem a vývojem, lze odpočítávat u obou typů společností (jak malých a středních, tak velkých).

Samostatná pravidla existují pro možnost odepisování duševního vlastnictví jako je např. know-how. Odepisovat lze po celou dobu životnosti tohoto vlastnictví a odpisy připadající na daný rok se tak stávají odčitatelnou položkou od základu daně. Zároveň jsou ve Velké Británii poskytovány pobídky pro smlouvené výzkumné pracovníky. Větší společnosti si od základu daně mohou odečíst finanční prostředky vynaložené výzkumným ústavům či vysokým školám, které se výzkumem a vývojem zabývají.

2.3 Nizozemí

Legislativní úpravy vztahované k problematice

ce financování venture kapitálem a private equity v Nizozemí:

- Algemene Ouderdomswet (AOW), 1995 – zákon o důchodovém pojištění.
- Wet Inkomstenbelasting 2001 (Wet Ib, 2001) – Zákon O daních z příjmu.
- De Zorgverzekeringswet (Zvw) 2006 – zákon o zdravotním pojištění.
- Pensioenwet (Pw) 2011 – Penzijní zákon.

Sazba daně je rozdělena do tří skupin podle dosažené výše příjmů. V této zemi jsou upraveny sazby daně pro malé a střední začínající podniky následovně (Wet Ib, 2001): zisk do 40 000 EUR je daněn sazbou 20 %, zisk od 40 000 EUR do 200 000 EUR je zdaňován 23 % a zisk 200 000 EUR a více je zdaňován sazbou 25,5 %. Srážková daň je ve výši 15 % a je uvalena na dividendy. Skupinové zdanění umožňuje u propojených podniků stanovit konsolidovaný základ daně.

V Nizozemí (De Zorgverzekeringswet Zvw, 2006); (Pensioenwet Pw, 2011); (Algemene Ouderdomswet, 1995) mohou penzijní fondy a pojišťovací společnosti vstupovat na trh private equity a venture kapitálu. Penzijní fondy jsou jedním z nejvýznamnějších investorů v zemi do investic typu PE/VC. Počátkem roku 2008 byla plně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Kromě podmínek definovaných ve směrnici nejsou žádné další omezení pro penzijní fondy a jejich investice do private equity a venture kapitálu, jak v tuzemsku, tak v ostatních evropských zemích.

Pojišťovací společnosti mohou v Holandsku investovat formou PE/VC bez kvantitativních či územních omezení. Jediná omezení plynou ze směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Investovat tak mohou do různých druhů aktiv po celé Evropě.

V Nizozemí existují dvě právní formy podnikání v oblasti PE/VC. První z nich je komanditní společnost a druhou je registrované podnikatelské sdružení. Komanditní společnost je daňově transparentní pro domácí i zahraniční komanditisty, za předpokladu, že změny či rozhodnutí komanditistů je schváleno ostatními společníky komanditní společnosti. Služby související s řízením fondu prostřednictvím managementu společnosti jsou osvobozeny od DPH. Fond je tak bez faktických investičních omezení.

Nizozemí je zemí, která se zaměřuje na pobídku zaměřenou na podporu investice do private equity a venture capital fondů. Konkrétně pokud soukromý investor investuje do některého z „fondů rizikového kapitálu“ může vyloučit jakoukoli návratnost investice do těchto fondů ze svého zdanitelného příjmu a případné vzniklé ztráty mohou být daňově uznatelné. Úrokové náklady z úvěrů poskytovaných nezávislým subjektům jsou zpravidla daňově uznatelné na akruální bázi. Nicméně spoluúčastí úrokových nákladů z úvěrů poskytnutých spojenými osobami podléhá různým omezením, jako např. pravidlům nízké kapitalizace (EVCA a KPMG, 2008).

Nizozemí poskytuje řadu veřejných pobídek pro výzkum a vývoj v oblasti podnikání, kapitálového rozvoje a vyhledávání kontraktů. Například zákon o podpoře výzkumu a vývoje (EVCA a KPMG, 2008) umožňuje snížení daní z mezd, které jsou vypláceny v souvislosti s danou investicí. Dále jsou zvýhodněny investice do výzkumu a vývoje v oblasti životního prostředí, kdy jsou některé druhy stálých aktiv volně odepisovatelné (Wet Ib, 2001).

Kapitálové zisky (Wet Ib, 2001) z akcií držené soukromou osobou jsou osvobozeny od daně v případě, kdy je investor vlastníkem menšího než podstatného podílu firmy. Tehdy se jedná o vlastnictví nižší než 5 % základního kapitálu podniku. Pokud je podíl investora na základním kapitálu vyšší, kapitálové zisky jsou zdaněny sazbou 25 %. Daň z příjmů pro fyzické osoby může dosáhnout až hranice 52 %, což je výrazně vyšší než evropský průměr 39,6 %. Kapitálové zisky manažerů a zaměstnanců jsou zdaněny při výplatě.

2.4 Irsko

Legislativní úpravy vztažené k problematice financování venture kapitálem a private equity v Irsku:

- ITA 1967 – income tax act – zákon o dani z příjmu.
- CGTA 1975 – Capital Gains Act – zákon o dani z příjmu právnických osob.
- Insurance act 1989 – zákon o pojišťovnictví.
- The Investments Intermediaries Act, 1995 – zákon o finančních zprostředkovatelích.
- Pensions Act 1990 - penzijní zákon.
- TCA 1997 – Taxes Consolidation Act – zákon o kolektivním financování.

Sazba daně v Irsku činí 12,5 % (ITA, 1967). Pro vybrané druhy obchodní činnosti je sazba

daně stanovena na 25 %, pojišťovací fondy podléhají dani ve výši 20 %. (CGTA, 1975). Mezi daňové pobídky patří 10 % sazba daně z příjmů plynoucí z vybraných výrobních aktivit. Srážková daň má převažující výši 20 %. V Irsku je možnost skupinového zdanění podniků podle výše obchodního podílu kapitálově spojených firem. Mezi výhody skupinového zdanění patří např. možnost uplatnění ztráty v rámci skupiny (TCA, 1997).

Irsko je jednou z nejlépe hodnocených zemí v oblasti daňové a právní pro investování formou private equity a venture capital (viz. Tabulka 1). Penzijní fondy a pojišťovny nejsou limitovány (pouze v rámci směrnice EU) pro investice do private equity a venture kapitálu (Pensions Act, 1990; Insurance act, 1989). Struktura domácích fondů je v Irsku velmi rozsáhlá a to především díky daňovým pobídkám, které umožňují výhodnější investice do aktiv. Na rozdíl od kapitálových zisků a daně z příjmů fyzických osob nabízí Irsko relativně dobré prostředí pro začínající investory a manažerské fondy (The Investments Intermediaries Act, 1995).

Irsko má velmi příznivé prostředí pro penzijní fondy. Existují zde 4 pilíře penzijního systému. První pilíř je povinný a funguje na bázi tzv. pay-as-you-go - platba podle spotřeby. Druhý pilíř tvoří možnost doplňkového financování penzijního systému. V roce 2005 zde byla plně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Kromě podmínek definovaných ve směrnici nejsou v Irsku žádná další omezení pro penzijní fondy a jejich investice do private equity a venture kapitálu jak v tuzemsku, tak v ostatních evropských zemích. Penzijní fondy mohou investovat až 50 % svých prostředků do předem nespecifikovaných aktiv (Pensions Act, 1990).

Pojišťovací společnosti (Insurance act, 1989) mohou v Irsku investovat formou PE/VC zcela v souladu s omezeními, které jsou uvedené ve směrnici. Podle rámcových předpisů mohou pojišťovací společnosti investovat maximálně 2,5 % z celkových aktiv do nekótovaných podílů a 10 % do podílového fondu schváleného finančním regulátorem. Geografické omezení investic není u pojišťoven definováno.

Nejobvyklejší strukturou fondů pro private equity a venture capital je komanditní společnost (EVCA a KPMG, 2008). Zdanění komanditistů, tuzemských i zahraničních, je daňově transpar-

entí a speciálně pro ně byl zaveden režim tzv. „non-trading“ – neobchodní. Investování tohoto typu netvoří automaticky zahraničnímu investorovi povinnost založení stále provozovny v Irsku (The Investments Intermediaries Act, 1995). Pokud se zvolí vhodná struktura fondu, obvykle se neúčtuje DPH z poplatků spojených se správou. Znamená to tedy, že komanditní společnosti nevznikají žádné další zbytečné restrikce. Irsko poskytuje daňové pobídky na podporu investice do private equity a venture kapitálu prostřednictvím modelu „Business Expansion Scheme“.

Nejvýznamnější pro irský hospodářský úspěch minulých let byla nízká daň ze zisku právnických osob, jejíž základní sazba je na úrovni 12,5 % (pro příjmy z hlavní činnosti, pro ostatní příjmy platí sazba 25 %), která byla zachována. Irsko v současné době velmi bojuje za udržení, popř. i přilákání dalších zahraničních investic. Nízká daň z příjmu právnických osob je velkým lákadlem pro zahraniční investory. Dodatečný daňový výtěžek je díky transferům výnosů nadnárodních firem odhadován na cca 5,5 mld. € ročně (EVCA a KPMG, 2008).

I když je Irsko jedna z nejlépe hodnocených zemí, (viz. Tabulka 1), v zemi se stále ještě nerozvinula daňová podpora pro mladé a inovativní podniky a stále nebyla stanovena snížená sazba pro malé a střední podniky. Irsko nabízí širokou škálu daňových zvýhodnění pro vývoj a výzkum. Existují daňové pobídky pro výzkum a vývoj v oblasti podnikání, kapitálového rozvoje a smluvních podmínek (EVCA a KPMG, 2008). Jsou dostupné prostřednictvím daňových úlev v oblasti výzkumu a vývoje. Tyto výhody jsou v Irsku platné od 1. ledna 2004. Daňová úleva je ve výši 20 % a může zahrnovat náklady spojené se zapojením jednotlivců i institucí. Stejně daňové úlevy jsou použity také při vynaložení kapitálových výdajů na budovy nebo struktury s výzkumem a vývojem spojené. Pojišťovací fondy podléhají 20 % dani. Dále je v Irsku možné si odečíst náklady vynaložené na vědecký výzkum, to zahrnuje také částky zaplacené vysokým školám, které tyto výzkumy provádějí.

Dalším významným stimulem je tzv. „Seed Capital Relief“, který se stal součástí „Business expansion Scheme“ v roce 1995 a slouží k motivaci zaměstnanců, aby začali sami podnikat. Pokud zaměstnanec, který je rezidentem Irska, opouští své zaměstnání za účelem vlastního podnikání, má nárok na vrácení daně z předchozího

příjmu, pokud jej použije jako startovní pro své nové podnikání. Tímto způsobem je možno získat podporu až do výše 190 500 EUR.

3 Diskuze

Faktickou překážkou pro financování formou PE/VC v České republice, podle autorů, je nemožnost investic ze strany penzijních a pojišťovacích fondů, tak jak je tomu v případě zvolených zemí, kde žádná restrikce tohoto typu není uplatňována. Ve všech sledovaných zemích mohou penzijní fondy a fondy pojišťoven investovat bez omezení geografického i kvantitativního.

Další překážkou, která byla identifikována, jako překážka rozvoje financování PE/VC je minimální podpora začínajících a rozvojových podniků v oblasti daňových pobídek. V České republice neexistuje nižší daňová sazba či možnost rozsáhlejších odpisů pro začínající podniky, jež mohou podstatně zasáhnout do daňového zatížení subjektu, jako je tomu v případě Irska v podobě "Seed Capital Relief". Při této příležitosti je však nutno konstatovat skutečnost, že sazba daně z příjmu v ČR je jedna z nejnižších ze sledovaných zemí.

Stejně tak zatím neexistuje podpora financování formou PE/VC. Například v Nizozemí jsou ztráty z investice do "fondů rizikového kapitálu" uznány jako daňový náklad. Přijatý zákon o kolektivním investování je dobrým krokem k rozvoji financování PE/VC v České republice. Dalším zjištěným pozitivem na straně České republiky je existence snížené sazby u kapitálových výnosů a žádné progresivní zdanění příjmů právnických a fyzických osob.

Co lze považovat za negativní je zatímní absence veřejného fondu PE/VC v České republice. Založení tohoto fondu je však již vážně diskutováno na úrovni vlády, ministerstva financí a představitelů bank. Tyto tzv. seed fondy se běžně využívají ve vyspělých ekonomikách například v Německu, Británii, Francii, atd. Tyto fondy především podporují vznik inovativních podniků, kde hodnota know-how převažuje nad hmotnými aktivy. Ostatně Silicon Valley v USA vzniklo díky podpoře právě tohoto typu fondů. "Hospodářský zázrak" v Německu v 80. letech byl umožněn velkou podporou ze strany těchto fondů. Ať už veřejných či soukromých (Scheffczyk, 2006).

Podpora výdajů na vědu a výzkum v podnicích taktéž není v legislativě České republiky nijak upravena narozdíl od ostatních vybraných

zemí. V Irsku se jedná o daňovou úlevu ve výši 20% nebo o odečtení vynaložených nákladů na vědecký výzkum. Ve Velké Británii se jedná o uplatnění až 175 % z objemu investice malými a středními podniky a až 130 % v případě velkých podniků. V Nizozemí je umožněno snížení daně z mezd, které jsou vypláceny v souvislosti s investicemi v oblasti vědy a výzkumu.

Ve výčtu bariér financování private equity a venture kapitálem nelze však opomenout i překážky ve formě dostatečné znalosti a nepochopení této formy financování mezi podnikateli.

V souvislosti se splněním vytyčených cílů lze formulovat změny, které mohou vést ke zlepšení podmínek pro financování formou PE/VC v České republice:

- Plná implementace Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003., pro možnost investic penzijních fondů a fondů pojišťoven do private equity a venture kapitálu.
- Veřejná podpora financování formou PE/VC, např. ve formě daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici.
- Založení veřejného – státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“, tedy fondu PE/VC.
- Osvěta ze strany investorů, event. státu směrem k podnikatelům a především k studentům ekonomicky a technicky orientovaných škol coby potenciálním budoucím podnikatelům.

Závěr

Venture kapitál a private equity patří mezi etablované formy financování rozvoje podniků v řadě vyspělých zemí. (Zinecker, 2010; Zinecker, Rajchlová, 2010). Tento způsob financování působí pozitivně na rozvoj podniků, jak naznačují četné studie zmíněné v úvodu tohoto příspěvku. Komparativní studie podmínek pro využití formy financování private equity a venture kapitálu ve vybraných zemích byla podkladem pro identifikaci bariér, které mohou být důvodem pro nízkou úroveň využívání této formy financování v České republice.

Jako bariéry byly označeny jednoznačně: nemožnost investic typu PE/VC ze strany fondů pojišťoven a penzijních fondů dále absence veřejné podpory financování formou PE/VC a absence veřejného fondu fondů, tzv. Fondu rizikového kapitálu a málo rozšířené povědomí o této formě financování převažujícím v řadách

podnikatelů.

Pro řešení těchto problémů byly formulovány následující návrhy: plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, veřejná podpora financování formou PE/VC, např. ve formě daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici a založení veřejného státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“,

tedy fondu PE/VC a nutnost rozšíření povědomí o této formě financování.

Poděkování

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu „Rozvoj poznatků ke zdokonalování informační podpory ekonomického řízení podniku“ registrovaného u Interní grantové agentury Vysokého učení technického v Brně pod evidenčním číslem FP-S-11-1.

Literatura

- Belke, A., Fehn, R., Foster, N. (2003). Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth? Working paper No. 0303. Forschung, Sv. DII.
- Engel, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW. Discussion Paper No. 02-02.
- EVCA. (2006). Central and Eastern Europe statistics, [online] [cit. 2010-03-15] Dostupné z www.evca.com
- EVCA. (2007). Central and Eastern Europe statistics, [online] [cit. 2010-03-15] Dostupné z www.evca.com
- EVCA. (2008). Central and Eastern Europe statistics, [online] [cit. 2010-03-15] Dostupné z www.evca.com
- EVCA. (2009). Central and Eastern Europe statistics, [online] [cit. 2010-03-15] Dostupné z www.evca.com
- EVCA. (2011). Creating lasting Value : Yearbook 2011, [online] [cit. 2011-06-02] Dostupné z http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf
- EVCA, KPMG (2008). Benchmarking European Tax and Legal Environments, [online] [cit. 2011-06-15] Dostupné z http://www.evca.cz/files/Benchmark_2008.pdf
- Evropský parlament, Rada Evropské unie, (2003). Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi
- Evropský parlament, Rada Evropské unie, (2009). Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
- Koráb, V., Hanzelková, A., Mihalisko, M. (2008). *Rodinné podnikání*. Computer press. 166 pp.
- Ministerstvo financí ČR, (1992). Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů
- Ministerstvo financí ČR, (1992). Zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení
- Ministerstvo financí ČR, (1994). Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem
- Ministerstvo financí ČR, (2004). Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování
- Ministerstvo financí ČR, (2004). Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty
- Ministerstvo práce a sociálních věcí ČR, (1988). Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení
- Ministry of Finance of Ireland, (1967). Income Tax Act - ITA
- Ministry of Finance of Ireland, (1975). Capital Gains Act - CGTA
- Ministry of Finance of Ireland, (1989). Insurance Act
- Ministry of Finance of Ireland, (1995). The Investments Intermediaries Act
- Ministry of Finance of Ireland, (1990). Pensions Act
- Ministry of Finance of Ireland, (1997). Taxes Consolidation Act - TCA
- Ministerie van Financiën Nederland, (1995). Algemene Ouderdomswet - AOW
- Ministerie van Financiën Nederland, (2001). Wet Inkomstenbelasting - Wet Ib
- Ministerie van Financiën Nederland, (2006). De Zorgverzekeringswet - Zvw
- Ministerie van Financiën Nederland, (2011). Pensioenwet - Pw
- Ministry of Finance of UK, (2003). Income Tax (Earnings and Pensions) Act - ITEPA
- Ministry of Finance of UK, (1981). House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act
- Ministry of Finance of UK, (2007). The Social Security (Contributions) (Re-rating and National Insurance Funds Payments) Order
- NVCA. (2011). Measuring the Importance of Venture Capital and Its Benefits to the United States Economy. Sv. Research paper, I.
- Režňáková, M., Nývtová, R. (2007). *Mezinárodní kapitálové trhy - zdroj financování*. Grada. 222pp.
- Rosenstein, J., Bruno, A.V., Bygrave, W. D., Taylor, N. T. (1989). Do venture capitalists on boards of Portfolio companies add value be-sides money? *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 216-229.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., Taylor N.T. (1993). Rhe CEO, venturing capitalists and the board, *Journal of Business Venturing*, 9, pp. 99-113.
- Sapienza, H. J. (1992). When do capitalists add value? *Journal of business Venturing*, 7, pp. 9-27.
- Schefcyk, M. (2006). *Finanzieren mit venture capital und private equity*. Berlin: Schaffer, Poeschel.
- Schertler, A. (2003). Dynamic Efficiency and Path Dependencies in Venture Capital Markets. Kieler

Studien.

Tykvová, T. (2000). Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. *The 2000 EFMA Conference in Athens*.

Valach, J. (2001). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Ekopress. 465pp.

Wang, C. K., Wang K., Lu Q. (2002). Do Venture Capitalists Add Value? A Comparative Study Between Singapore and US. *Applied Financial Economics*. no. 12, pp. 581-588.

Zinecker, M., Rajchlová, J. (2010). Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje. *Acta academica karviniensia*. Sv. 2010, 2, pp. 30-42.

Zinecker, M. (2010). Vliv finanční a ekonomické krize na úroveň private equity a venture kapitálových investic v Evropě. *Acta Universita Bohemimeridional Budovicensis Facultas Agriculturae*, roč. 13, č. 3- 4, pp. 22-33.

Zinecker, M. (2008). *Základy financí podniku*. CERM. 196pp.

Doručeno redakci: 30.9.2011

Recenzováno: 15.11.2011

Schváleno k publikování: 30.11.2011

Author (s) contact (s)

Ing. Jaroslava Rajchlová, BA

Ing. Michaela Baranyková

Ing. Michal Polák, Dr.

Ing. Zdeněk Brož

Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská, Ústav financí

Kolejní 2906/4,

612 00 Brno, Česká republika

E-mail: rajchlova@fbm.vutbr.cz,

baranykova@fbm.vutbr.cz,

polak@fbm.vutbr.cz,

broz@fbm.vutbr.cz