

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**DAVČNA OPTIMIZACIJA PREKO POSOJIL MED POVEZANIMI
OSEBAMI**

Ljubljana, julij 2020

TAMARA DRNOVŠEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Tamara Drnovšek, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Davčna optimizacija preko posojil med povezanimi osebami, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Črtom Kostevcem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DAVČNA OPTIMIZACIJA	3
2 VIRI FINANCIRANJA DRUŽB KOT ORODJE ZA DAVČNO OPTIMIZACIJO	4
2.1 Lastniško financiranje	5
2.2 Dolžniško financiranje	6
2.3 Primerjava lastniškega in dolžniškega financiranja	6
3 VLOGA IN IZZIVI TRANSFERNIH CEN PRI MEDNARODNEM POSLOVANJU	7
3.1 Ukrepi za zaježitev prelivanja dobičkov	8
3.2 Dvojna obdavčitev	10
3.2.1 Unilateralni ukrepi.....	10
3.2.2 Bilateralni ukrepi.....	10
3.2.3 Multilateralni ukrepi.....	11
4 DOLOČANJE TRANSFERNIH CEN	11
4.1 Opredelitev povezanih oseb	12
4.2 Neodvisno tržno načelo	13
4.3 Analiza primerljivosti	14
4.4 Funkcijska analiza	14
4.5 Metode za določanje transfernih cen	15
4.5.1 Tradicionalne transakcijske metode.....	16
4.5.1.1 <i>Metoda primerljivih prostih cen</i>	16
4.5.1.2 <i>Metoda preprodajnih cen</i>	17
4.5.1.3 <i>Metoda dodatka na stroške</i>	17
4.5.2 Metodi transakcijskega dobička.....	18
4.5.2.1 <i>Metoda stopnje čistega dobička</i>	18
4.5.2.2 <i>Metoda porazdelitve dobička</i>	19
4.6 Dokumentacija o transfernih cenah	19
5 FINANČNE TRANSAKCIJE MED POVEZANIMI OSEBAMI	20
5.1 Skladi	21
5.2 Zavarovanja preko lastnih zavarovalnic	21

5.3	Garancije	21
5.4	Prodaja terjatev.....	22
5.5	Združena denarna sredstva oziroma Cash pool.....	22
5.6	Posojila med povezanimi osebami.....	23
5.6.1	Obrestna mera na posojila med povezanimi osebami	24
5.6.1.1	<i>Davčno priznavanje obresti na posojila med povezanimi osebami.....</i>	<i>25</i>
5.6.1.2	<i>Določanje obrestne mere v državah Evropske Unije.....</i>	<i>25</i>
5.6.2	Institut tanke kapitalizacije	27
5.6.2.1	<i>Definicija in namen tanke kapitalizacije.....</i>	<i>27</i>
5.6.2.2	<i>Modeli in pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske Unije</i>	<i>28</i>
5.6.3	Dokazovanje tržnosti z neodvisnim tržnim načelom	32
6	ANALIZA VZORCA MEDNARODNIH SKUPIN DRUŽB	34
6.1	Opredelitev problema in metodologija	34
6.1.1	Vzorec.....	35
6.1.2	Postopek analize vzorca.....	36
6.2	Rezultati.....	37
6.2.1	Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije	38
6.2.2	Stopnja lastniškosti/dolžniškosti financiranja.....	39
6.2.3	Kazalnik finančnega vzvoda.....	46
6.3	Sklepne ugotovitve in razprava.....	54
6.4	Omejitve analize in možnosti za nadaljnje delo	57
	SKLEP	58
	LITERATURA IN VIRI	60
	PRILOGE	67

KAZALO TABEL

Tabela 1: Optimalna oblika financiranja glede na izbrane spremenljivke	6
Tabela 2: Zakonsko določene davčne stopnje za obračun davka od dohodkov pravnih oseb v državah članicah Evropske unije.....	8
Tabela 3: Pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije.....	29
Tabela 4: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom	41

Tabela 5: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA	43
Tabela 6: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in stopnje lastniškosti financiranja v državah pravilom o razmerju obresti v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve	44
Tabela 7: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in stopnje lastniškosti financiranja v državah pravilom o razmerju obresti v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve	45
Tabela 8: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom...	48
Tabela 9: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA	50
Tabela 10: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve.....	51
Tabela 11: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve	53

KAZALO SLIK

Slika 1: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom	41
Slika 2: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA	42
Slika 3: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve	44
Slika 4: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve	45
Slika 5: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom	48
Slika 6: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA	49
Slika 7: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve	51
Slika 8: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve	52

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Stopnje lastniškosti financiranja izbranih družb.	1
Priloga 2: Stopnje dolžniškosti financiranja izbranih družb.	5
Priloga 3: Kazalniki finančnega vzvoda izbranih družb.	9

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

nad. – nadaljevanje

EBITDA – (angl. Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization); dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

EU – (angl. European Union); Evropska unija

HUF – madžarski forint

OECD – (angl. Organization for Economic Co-operation and Development); Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj

PLN – poljski zlot

SEK – švedska krona

TP – (angl. Transfer Pricing); Transferne cene

UVOD

Dejstvo je, da svet postaja vse bolj povezan in za družbe to pomeni, da se le stežka izognejo poslovanju v mednarodnem okolju. V tem mednarodnem okolju družbe poslujejo tudi s svojimi povezanimi osebami, trgovanje med slednjimi pa predstavlja vedno znatnejši delež celotne svetovne trgovine (Lanz & Miroudot, 2011). Ocene za leto 2015 na primer kažejo, da se je ena tretjina izvoza na globalni ravni opravila med povezanimi osebami (World Bank, 2017).

Za zagotavljanje storitev oziroma blaga si povezane osebe zaračunavajo tako imenovane transferne cene, katere pa bi lahko opredelili kot enega izmed najbolj prefinjenih mehanizmov za prelivanje dobičkov. Z manipulacijo transfernih cen lahko namreč povezane družbe zaračunavajo umetno nizke ali visoke cene za blago oziroma storitve in tako s prelivanjem dobičkov iz držav z visoko stopnjo obdavčitve v države z nizko stopnjo obdavčitve zmanjšujejo kumulativno davčno obveznost na ravni celotne mednarodne skupine družb (De Mooij & Liu, 2018). Zmanjševanje davčnih stroškov imenujemo davčna optimizacija ali davčno načrtovanje, kar pa omogočajo predvsem različne zakonodaje držav v katerih mednarodna skupina posluje (Jedlička, 2017, str. 31).

V magistrskem delu sem se osredotočila na sistem transfernih cen, predvsem z vidika finančnih transakcij med povezanimi osebami. Še podrobneje sem se dotaknila posojil med povezanimi osebami in z njimi povezanega mehanizma za določanje obrestne mere na posojila med povezanimi osebami ter instituta tanke kapitalizacije, ki omejujeta presežno zadolževanje družb. Z analizo vzorca mednarodnih družb sem poskušala tudi kvantificirati obstoj in jakost povezave med različno zakonodajo z obravnavanega področja in na ta način pokazati vpletenost družb v aktivnosti davčnega optimiziranja.

Izbrano tematiko sem preučevala na podlagi zbiranja sekundarnih podatkov, ki je temeljilo na pregledu in analizi strokovne literature ter člankov. S pomočjo sekundarnih podatkov sem opisala obravnavan problem ter opravila sintezo raziskav, ki sem jih predstavila paralelno s predstavitev teoretičnih okvirjev obravnavanega področja. Dodatno sem s pomočjo orodja TP Catalyst pridobila finančne podatke izbranih družb iz območja Evropske unije med leti 2011 in 2018. Te finančne podatke sem nato uporabila za izračune stopenj lastniškosti in dolžniškosti financiranja ter finančnega vzvoda za vsako družbo v vzorcu, ki je imela na voljo podatke, potrebne za izračun. Z navedenimi kazalniki stanja financiranja sem analizirala višino dolgov oziroma kapitala v financiranju družb in povezanost kapitalске strukture z višino davčnih stopenj. To mi je pomagalo sklepati predvsem o tem, kako učinkoviti so zares mehanizmi tanke kapitalizacije in omejitve pri določanju ustreznih obrestnih mer na posojila med povezanimi osebami ter ali družbe odločitve o financiranju svojih operacij prilagajajo tem določilom.

Glavni namen magistrskega dela je bil poglobiti dosedanje razumevanje o posojilih med povezanimi osebami in vplivu slednjih na poslovanje družb v mednarodni skupini. Cilj, ki sem ga pri pripravi magistrskega dela zasledovala, je pokazati kakšna je povezava med davčno optimizacijo in različno lokalno zakonodajo s področja tanke kapitalizacije in mehanizmov za določanje obrestnih mer na posojila med povezanimi osebami na posamezne družbe v mednarodni skupini in nenazadnje tudi, ali ti predpisi dosegajo svoj prvotni namen omejevanja presežnega zadolževanja družb. Na podlagi navedenega sem poskušala potrditi predvsem hipotezo, da je nagnjenost k davčni optimizaciji preko posojil med povezanimi osebami povezana z različnimi instituti tanke kapitalizacije in mehanizmi za določanje obrestnih mer na posojila med povezanimi osebami.

Z lastnimi ugotovitvami in strnjjenimi ugotovitvami drugih avtorjev želim odločitvenim organom družb, ki poslujejo v mednarodnem okolju in imajo med družbami znotraj skupine finančne transakcije znatne vrednosti, omogočiti boljši pregled nad temi razlikami in povezavo slednjih z učinkovitim davčnim optimiziranjem. Dodatno želim davčnim upravam omogočiti strnjen pregled implikacij, ki jih imajo zakonodajni okviri s tega področja na lokalne družbe oziroma podati oceno o učinkovitosti le-teh.

V prvem poglavju magistrskega dela predstavljam pojem davčne optimizacije in podlago za ravnanje družb v smeri slednjega. Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (angl. Organization for Economic Co-operation and Development, v nadaljevanju OECD) je ena izmed mednarodnih organizacij, ki se bori proti negativnim učinkom davčne optimizacije (OECD, 2008). V ta namen je v sodelovanju z državami G20 nastal projekt BEPS, pri katerem gre za akcijski načrt petnajstih ukrepov za preprečevanje zmanjševanja davčne osnove in preusmerjanja dobička, ki so odgovor na tehnike davčne optimizacije in davčnega izogibanja (OECD, 2019a).

Pristop k davčni optimizaciji preko izbire virov financiranja družbe opisujem v drugem poglavju. Optimalna oblika virov financiranja je odvisna od posamezne družbe in njenega poslovanja, je pa z davčnega vidika izbor vira financiranja zelo pomemben, saj se pri posojilojemalcu z rastjo dolžniških virov financiranja povečujejo stroški obresti, ki so odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove za davek od dohodkov pravnih oseb (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).

Ker so eden izmed priljubljenih virov dolžniškega financiranja postala tudi posojila med povezanimi osebami, transakcije med njimi pa, med drugim, urejajo smernice in zakonodaja s področja transfernih cen, v tretjem poglavju magistrskega dela podajam opis vloge, pasti in izzivov transfernih cen pri mednarodnem poslovanju.

Za transferne cene pogosto velja, da so bolj kot znanost, umetnost. V primeru, da na transferne gledamo kot na znanost, se za slednjo smatra, da ni eksaktna in kot taka dopušča mnogo prostora za različne interpretacije istega primera (Petauer, 2005, str. 21). Za lažje razumevanje tega stališča, nadalje v četrtem poglavju podajam podrobnejšo opredelitev

povezanih oseb in neodvisnega tržnega načela. Skladnost transakcij med povezanimi osebami z neodvisnim tržnim načelom se ugotavlja z analizo primerljivosti, katere lastnosti prav tako opisujem v dotičnem poglavju. Pomemben del določanja transfernih cen so tudi analiza primerljivosti, funkcijska analiza in metode za določanje transfernih cen, katerih glavne značilnosti navajam. V zadnjem delu poglavja na kratko opisujem še obveznosti dokumentiranja transfernih cen. Dosledno opredeljevanje finančnih transakcij med povezanimi osebami, v skladu z opisanimi koraki, družbam omogoča pregled nad skladnostjo z neodvisnim tržnim načelom. Preverjanje slednjega pa lahko udeleženi družbam prihrani administrativno breme in mnoge stroške.

Dodaten element kompleksnosti v mednarodno poslovanje vnašajo tudi finančne transakcije, zato v petem poglavju magistrskega dela na kratko opisujem možne oblike finančnih transakcij med povezanimi osebami. Posojila med povezanimi osebami so predmet podrobnejše obravnave, saj so po svoji pojavnosti tudi najpogostejša. Da družbe v mednarodni skupini ne bi prekomerno prilagodile svoje finančne in kapitalske strukture preko posojil med povezanimi osebami, se je izoblikoval institut tanke kapitalizacije (De Mooij & Hebous, 2017). Ta tematika je povezana tudi z odobravanjem posojil med povezanimi osebami, saj se pri ugotavljanju odhodkov upoštevajo obračunane obresti na prejeta posojila od povezanih oseb, vendar največ do višine obrestne mere, določene v skladu s principi lokalnih zakonodaj (Drobež Tomšič, 2017a). To poglavje povzema glavne značilnosti tega področja in vključuje tudi pregled različne lokalne zakonodaje, ki ga ureja.

V šestem poglavju magistrskega dela sem te razlike in povezavo poskušala pokazati tudi na analizi oblikovanega vzorca šestih dejanskih skupin povezanih družb (šestih poslovnih sistemov), ki so zajemali širok nabor držav iz območja Evropske unije in različnih panog. Na podlagi rezultatov analize v razpravi opredeljujem bistvene razlike v zakonodajnih okvirih ter vpliv slednjih na posamezne družbe znotraj skupine s teoretičnega vidika kot tudi z vidika opravljenih izračunov, ki merijo obstoj in jakost povezave med davčno stopnjo v posamezni državi in povprečjem vrednosti finančnih kazalnikov družb v posameznem letu.

1 DAVČNA OPTIMIZACIJA

Davčna optimizacija ali davčno načrtovanje je skupek aktivnosti, ki se izvajajo z namenom zmanjševanja davčnih stroškov. Družbe davčno optimizirajo, da povečajo vrednosti svojih sredstev, ki so lahko nato porabljeni za potrebe družbe. Slednje omogočajo predvsem različne zakonodaje držav, v katerih mednarodna družba posluje. Z vidika davčne optimizacije so na boljšem države, davčne oaze, ki svojimi ugodnimi davčnimi predpisi v svoje območje privabljajo veliko število družb, to pa povečuje davčno konkurenco med državami, ki si prav tako želijo privabiti tuje investitorje (Jedlička, 2017, str. 31).

Z davčno optimizacijo je povezanih več drugih terminov kot sta na primer davčno izogibanje in davčna utaja. Davčno izogibanje je popolnoma legalna aktivnost, ki izkorišča vse davčne

olajšave, odbitke in ostale pravne podlage za zmanjševanje davčne obveznosti (Jedlička, 2017, str. 31-32). Nasprotno gre pri davčni utaji za nelegalno aktivnost, s katero davčni zavezanec prikriva podatke o svojih dejanskih dohodkih. Meja med obema je zelo tanka, vsaka država pa se s problemom sooča na drugačne načine, razlikujejo pa se tudi opredelitve, kaj se smatra za davčno izogibanje in kaj za davčno utajo (Jedlička, 2017, str. 31-32).

Struktura davčnih predpisov države je pomemben element njene uspešnosti v gospodarstvu. Dobro strukturirani davčni predpisi pa so za davkoplačevalce tudi lažje razumljivi, kar jim nedvoumno pomaga pri postopanju v skladu z njimi. Nasprotno pa lahko slabo strukturirani davčni predpisi povzročajo velike stroške, izkrivljajo ekonomske odločitve in škodujejo domačemu gospodarstvu (Bunn & Asen, 2019). Davčno konkurenco med državami lahko merimo z indeksom mednarodne davčne konkurenčnosti, ki davčne sisteme držav članic OECD primerja med seboj. Ta indeks ne meri le nivoja davkov, ampak tudi kako so ti strukturirani (Bunn & Asen, 2019).

Mednarodne družbe imajo koristi od konkuriranja držav na področju davčne zakonodaje, državne vlade in mednarodne institucije pa davčno konkurenco označujejo kot negativno (Jedlička, 2017, str. 33-34). Evropska komisija je v povezavi s tem vpeljala termin "agresivno davčno načrtovanje", ocenjuje pa tudi, da je bilo v Evropski uniji v letu 2013 med približno 50 do 70 milijard evrov izgube prihodkov zaradi preusmerjanja dobička (Evropska komisija, 2017). Ena izmed institucij, ki se borijo proti negativnim vplivom davčnega konkuriranja je tudi mednarodna gospodarska organizacija OECD, ki naslavlja ekonomske, socialne in upravljaljske izzive globalizacije in pa tudi priložnosti, ki jih odpira (OECD, 2008). Pri iniciativah OECD na davčnem področju velja izpostaviti projekt BEPS (angl. Base Erosion and Profit Shifting), ki je bil pripravljen skupaj z državami G20. Gre za akcijski načrt petnajstih ukrepov preprečevanja zmanjševanja davčne osnove in preusmerjanja dobička, ki so odgovor na tehnike davčne optimizacije in davčnega izogibanja (OECD, 2019a).

2 VIRI FINANCIRANJA DRUŽB KOT ORODJE ZA DAVČNO OPTIMIZACIJO

Družbe skozi različne faze svojega življenjskega obdobja uporabljajo različne finančne vire. Ločimo med dvema glavnima tipoma financiranja in sicer med lastniškim financiranjem ter dolžniškim financiranjem. Pri lastniškem financiranju gre za pridobitev denarnih sredstev za družbo v zameno za lastništvo, pri dolžniškem financiranju pa gre za pridobitev izposojenih denarnih sredstev za družbo (Antončič, Hisrich, Petrin & Vahčič, 2002, str. 302-303). Kompenzacija za zagotavljanje kapitala so dividende, kompenzacija za posojanje sredstev pa obresti (PwC N.V., 2016).

Pri odločanju o tem kakšen vir financiranja bodo družbe uporabile so odločilni predvsem naslednji faktorji: časovna vrednost denarja v odvisnosti od inflacijskih pričakovanj, donos

naložbe, tveganja, stanje denarnih tokov in plačilne spodobnosti, finančni vzvod ter davki (Sodin, 2010). Predvsem slednji lahko družbam, ki poslujejo v več državah, povzročajo velike preglavice, saj je mednarodno davčno okolje financiranja precej kompleksno (PwC N.V., 2016).

2.1 Lastniško financiranje

Glavna značilnost lastniškega financiranja je, da vlagatelj pridobi lastniški delež v družbi. Prednost slednjega je, da ni potrebno zastaviti nikakršnih sredstev družbe, plačilo pa je povezano zgolj z dobičkom te družbe. Obenem to predstavlja tudi slabost, saj lastnik družbe na tak način prepusti del lastništva in nadzora nad družbo vlagatelju (Antončič, Hisrich, Petrin & Vahčič, 2002, str. 304).

Razlikujemo med naslednjimi oblikami lastniškega financiranja (Slovenska poslovna točka, 2020a):

- lastna sredstva ustanovitelja, sorodnikov, prijateljev in drugih,
- zadržani dobiček, amortizacija in rezervacije,
- financiranje preko finančnih institucij za lastniške oblike financiranja družb kot so skladi ali tvegan kapital,
- financiranje preko poslovnih angelov,
- prodaja delnic na borzi ali izven borze,
- "mezzanin" financiranje oziroma navidezni lastniški kapital.

Izbor vira lastniškega financiranja je odvisen tudi od stopnje razvoja družbe ali namena, za katerega se financiranje potrebuje. Pri ustanovitvi družbe ustanovitelj običajno sam zagotovi sredstva, kasneje pa so možne kombinacije zgoraj navedenih oblik lastniškega financiranja (Slovenska poslovna točka, 2020a). Veliko investorjev opaža tudi, da je skoraj vedno hitreje sredstva pridobiti od nekoga poznanega kot od na primer poslovnega angela. Investitorji namreč investirajo v ljudi, preden investirajo v ideje ali izdelke. Ker je družba za investitorja sprva neznanka, jim občutek o morebitnem uspehu dajejo, poleg ustanoviteljevih, tudi vložki družine, prijateljev in bedakov (angl. founders, family, friends, fools – 4F; in predstavljajo običajno najlažje dosegljive vire financiranja) (Zwilling, 2011).

Stroški kapitala so običajno višji od stroškov dolga, saj investitorji z nakupom delnic prevzemajo večja tveganja, kot z nakupom obveznic, v skladu s tem pa zahtevajo tudi višje donose. Večja tveganja izhajajo iz dejstev, da ima delniški trg bolj volatilne donose od trga obveznic, da delničarji v primeru neplačila družbe od slednje težje zahtevajo premoženje, da dobički iz kapitala niso zagotovljeni ter da družbe nimajo zakonske obveznosti izdajanja dividend (Corporate Finance Institute, 2020a).

2.2 Dolžniško financiranje

V nasprotju z lastniškim financiranjem je glavna značilnost dolžniškega financiranja obveznost odplačila dolga in pripadajočih obresti. Iz navedenega izhaja tudi glavna slabost dolžniškega financiranja, saj slednje zahteva redno odplačevanje ne glede na rezultate družbe. Obenem pa iz te vrste financiranja izhajajo tudi določene prednosti, saj lastnik družbe na tak način ne prepušča lastništva in nadzora nad družbo drugim, prav tako pa se dolg odplačuje v prihodnosti (Antončič, Hisrich, Petrin & Vahčič, 2002, str. 304).

Razlikujemo med naslednjimi oblikami dolžniškega financiranja (Slovenska poslovna točka, 2020b):

- bančni krediti,
- obveznice,
- hipotekarni krediti,
- odkup terjatev,
- financiranje z leasingom,
- franšizing.

Ne glede na to, da so stroški dolga običajno nižji od stroškov kapitala, pa lahko preveliko zadolževanje vodi v še večje stroške. Posojilodajalci namreč družbam z veliko obstoječega dolga nova posojila podeljujejo po višjih obrestnih merah, saj prevzemajo več tveganja, da posojilo ne bi bilo nikoli poplačano (Corporate Finance Institute, 2020a).

2.3 Primerjava lastniškega in dolžniškega financiranja

Katera oblika financiranja je primernejša in zakaj, je odvisno od posamezne družbe, gospodarske klime v času odločanja o financiranju, obstoječe kapitalske strukture družbe, faze življenjskega cikla podjetja in drugih okoliščin (Corporate Finance Institute, 2020a). V tabeli 1 povzemam najpogostejše spremenljivke, ki vplivajo na odločitev glede oblike financiranja.

Tabela 1: Optimalna oblika financiranja glede na izbrane spremenljivke

	Dolžniško financiranje	Lastniško financiranje
Stroški investicijskih bank	Visoki	Nizki
Obrestne mere	Nizke	Visoke
Davčna stopnja	Nizka	Visoka
Volatilnost zaslužkov	Nizka	Visoka
Rast poslovanja	Nizka	Visoka
% dolga v kapitalski strukturi	Nizek	Visok
% kapitala v kapitalski strukturi	Visok	Nizek

Vir: Povzeto po Corporate Finance Institute (2020a).

Družbe se že tradicionalno raje odločajo za dolžniško financiranje in ne lastniško, vedno bolj tudi zato, ker so mnoge poslovne odločitve vsaj deloma podrejene davčnim implikacijam. Kar se tiče davčnih implikacij enega in drugega vira financiranja, je dolžniško financiranje namreč ugodnejše, saj se pri posojilojemalcu z rastjo dolžniških virov financiranja povečujejo stroški obresti, ki so odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove za davek od dohodkov pravnih oseb (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).

Ker pri poslovanju med povezanimi osebami ne prihaja do nasprotja interesov kot je to običajno za nepovezane osebe, se dolžniško financiranje vedno pogosteje pojavlja kar znotraj mednarodnih skupin družb. Ko posojilne pogodbe sklepajo nepovezane osebe, posojilodajalec pogodbeno določila oblikuje predvsem na podlagi posojilojemalčeve bonitetne ocene, dobičkonosnega poslovanja ter zmožnosti poplačila glavnice in pripadajočih obresti, proti neizpolnitvi poplačila posojila pa oblikujejo tudi zavarovanja (Drobež Tomšič, 2017b). Navedeno ni običajna praksa pri posojilih, ki si jih zagotavljajo povezane osebe, saj se pogosto ne upoštevajo tržne zakonitosti odobravanja posojil. Zaradi tega so se na globalni ravni in posledično tudi v lokalnih zakonodajah izoblikovale omejitve priznavanja odhodkov iz naslova obresti na posojila med povezanimi osebami (Drobež Tomšič, 2017b). Ker gre za transakcije med povezanimi osebami, imajo na to vpliv tudi pravila o določanju transfernih cen, zato v nadaljevanju predstavljam vlogo, izzive in pasti slednjih pri mednarodnem poslovanju ter okvire, znotraj katerih poteka njihovo določanje.

3 VLOGA IN IZZIVI TRANSFERNIH CEN PRI MEDNARODNEM POSLOVANJU

Trgovanje med povezanimi osebami predstavlja vedno znatnejši delež celotne svetovne trgovine, saj pospešeno globaliziranje gospodarstva povečuje trend mednarodnih družb, ki svoje operacije širijo v različne države po svetu (Lanz & Miroudot, 2011). Natančnih podatkov o volumnu svetovne trgovine med povezanimi osebami sicer ni, a ocene za leto 2015 kažejo, da se je ena tretjina izvoza na globalni ravni opravila med povezanimi osebami (World Bank, 2017). Porast števila transakcij med družbami v isti skupini, ki vključujejo prenos blaga, opredmetenih in neopredmetenih sredstev, storitev ter finančnih instrumentov prek meja, imajo neposreden vpliv na obdavčljivo osnovo in splošno efektivno stopnjo davka od dohodkov pravnih oseb. Te cene, zaračunane med družbami v isti skupini, se imenujejo transferne cene (Johnson, Radziewicz & Singh, 2016, str. 3).

Mednarodne skupine družb lahko uporabljajo politike transfernih cen za povečanje svojega kumulativnega dobička v svetu, za katerega so značilne različne mednarodne davčne stopnje, različni vladni predpisi, različni devizni tečajji, manipulacija z valutami in drugi gospodarski, kulturni in družbeni dejavniki (Dacian & Sabina, 2009). Skozi leta so transferne cene blaga nedvomno postale pomembno poslovno vprašanje mednarodnih družb in glavna problematika davčnih organov, ki izhaja iz dejstva, da lahko mednarodne družbe s

transfornimi cenami preusmerijo dobiček v države z ugodnejšimi davčnimi predpisi (Dacian & Sabina, 2009).

3.1 Ukrepi za zajezitev prelivanja dobičkov

Razvoj davčne zakonodaje se je v zadnjih desetletjih odražal predvsem v znižanju stopenj obdavčitve z davkom od dohodkov pravnih oseb oziroma z davkom na dobiček, ki je apliciran na vrednost, ki ostane po tem, ko so od vseh prihodkov družb odšteti družbini odhodki (Turner, 2017). Med leti 1985 in 2018 se je globalno povprečna stopnja davka od dohodka pravnih oseb zmanjšala za več kot polovico, iz 49% na 24%. Z znižanjem davčnih stopenj države pritegnejo več kapitala, posledično pa se preko meja prelivajo tudi dobički (Tørsløv, Wier & Zucman, 2018). Pregled trenutnih davčnih stopenj v državah članicah Evropske unije se nahaja v tabeli 2.

Tabela 2: Zakonsko določene davčne stopnje za obračun davka od dohodkov pravnih oseb v državah članicah Evropske unije

Država	Davčna stopnja	Država	Davčna stopnja	Država	Davčna stopnja
Avstrija	25%	Grčija	24%	Nemčija ¹	15%
Belgija	25%	Hrvaška	18%	Nizozemska	25%
Bolgarija	10%	Irska ²	12,5% 25%	Poljska ³	19% 9%
Ciper	12,5%	Italija	24%	Portugalska	21%
Češka	19%	Latvija	20%	Romunija	16%
Danska	22%	Litva ⁴	0% 5% 15% 20%	Slovaška	21%
Estonija	20%	Luksemburg	17%	Slovenija	19%
Finska	20%	Madžarska	9%	Španija	25%
Francija ⁵	28% 31%	Malta	35%	Švedska	21,4%

Vir: Prirejeno po Deloitte International Tax Source (2020).

¹ Zakonsko določena davčna stopnja v Nemčiji je sicer 15%, a se k tej vrednosti prišteje še davek posamezne zvezne dežele, kar pomeni, da vrednost obdavčitve lahko znaša do okoli 30%.

² Irska uporablja zakonsko določeno 12,5% davčno stopnjo na dohodek iz dejavnosti in 25% davčno stopnjo na dohodke iz drugih virov.

³ Poljska uporablja zakonsko določeno 19% davčno stopnjo, manjše družbe oziroma družbe v prvem letu poslovanja pa so lahko obdavčene po 9% davčni stopnji.

⁴ Litva načeloma uporablja zakonsko določeno 15% davčno stopnjo, manjše družbe oziroma družbe v prvem letu poslovanja pa so lahko davka oproščene ali obdavčene po 5% davčni stopnji. Od leta 2020 naprej se od dohodka bank in kreditnih zadrug obračuna davek po 20% davčni stopnji.

⁵ Francija namerava do leta 2022 davčno stopnjo postopno zmanjšati na 25%. Trenutno velja zakonsko določena 31% davčna stopnja za družbe s prihodki nad 250 milijonov EUR (prvih 500.000 EUR je obdavčenih z 28%) in 28% davčna stopnja za družbe s prihodki pod 250 milijonov EUR.

Znižanje davčnih stopenj nakazuje, da je odločanje o širjenju dejavnosti na mednarodni trg podvrženo raznolikim vplivom, ki v modernih časih niso več omejeni le na vplive, povezane s proizvodnjo in vstopanjem na nova tržišča (Buettner & Wamser, 2007). Mednarodne družbe, poleg izbire lokacije za svoje poslovanje in odločitve o količini naložb, davčno optimiziranje izvajajo tudi preko mehanizma transfernih cen in uporabe kombinacije zunanjih in notranjih sredstev pri prilagajanju svoje kapitalske strukture. Slednje odpira nove priložnosti za davčno optimizacijo preko posojil med povezanimi osebami, saj si lahko družbe v državah z visoko stopnjo obdavčitve sredstva izposojajo od družb iz držav z nizko stopnjo obdavčitve (Buettner & Wamser, 2007). Tudi takšne vrste aktivnosti imenujemo davčno načrtovanje oziroma davčna optimizacija, saj gre za postopek preoblikovanja poslovanja z namenom zmanjšanja davčnih stroškov in na tak način povečanja neto sedanje vrednosti posamezne družbe in posledično tudi celotne mednarodne skupine (Jones, 2003).

Davčne uprave po svetu in mednarodne družbe se soočajo z izzivom ugotavljanja davčne osnove posameznih družb ter z izzivom poznavanja in pravilnega tolmačenja različne zakonodaje na davčnem področju. Države morajo najti ravnovesje med pravico do obdavčitve dohodkov pravnih oseb, izhajajoč iz poslovanja v njihovi državi in preprečevanjem dvojnega obdavčenja istega dobička (Petauer, 2005, str. 9-10). Da je to ravnovesje včasih težko dosegljivo, pričajo tudi globalne raziskave davčno svetovalnih družb iz področja transfernih cen, ki merijo pristop družb k slednjim. Najbolj opazen podatek je, da skoraj 80% izvršitvenih organov družb meni, da je mednarodno davčno okolje negotovo. Prav tako pa se je isti odstotek izvršitvenih organov družb opredelil kot takih, ki so že imeli izzive povezane s transfernimi cenami (EY, 2019a).

Za preprečevanje škodljivih davčnih praks se je izoblikoval Forum za škodljive davčne prakse, ki s svojimi ugotovitvami dopolnjuje BEPS ukrep 5. Dokument temelji na izmenjavi podatkov o davčnih predpisih sodelujočih držav, pristojni pa nato na podlagi določenih kriterijev ocenijo ali so preferenčni davčni režimi v obravnavanih državah v skladu z minimalnimi standardi BEPS ukrepa 5, med katerimi je ključno povečanje transparentnosti davčnih predpisov (OECD, 2019b, str. 9). Ukrepe usmerjene proti izogibanju davkom lahko razdelimo na (Đukić, 2011):

- ukrepi, ki bazirajo na splošnih pravnih predpisih, ki niso uzakonjeni, so pa vključeni v filozofijo in pristop k pravu (oblika pred vsebino in izkoriščanje prava);
- splošni ukrepi proti izogibanju davkom, ki so vključenih v zakonodajo;
- posebni ukrepi, ki so zasnovani za specifične okoliščine (nadzorovane tuje družbe, tuje portfeljske naložbe, pravila o tanki kapitalizaciji, pravila proti davčnim oazam, transferne cene).

Ne glede na vse težnje usmerjene v preprečevanje prelivanja dobičkov pa je meja med davčnim izogibanjem in davčno utajo zelo tanka, rezultat pa je enak ne glede na to katerega principa se poslužujejo družbe. Davčne uprave po svetu so tako postavljene pred izziv, kako pridobiti davčne prihodke, kadar so uporabljeni eni ali drugi mehanizmi (Barker, Asare &

Brickman, 2017). V ta namen je Evropska unija sprejela direktivo proti izogibanju davkom oziroma direktivo ATAD (angl. Anti Tax Avoidance Directive) in direktivo ATAD 2, ki določa ukrepe za odpravo hibridnih neskladij v zvezi s tretjimi državami (Evropska komisija, 2017).

3.2 Dvojna obdavčitev

Najbolj nezaželena posledica poslovanja mednarodnih družb v različnih državah je dvojna obdavčitev. Dvojna obdavčitev pomeni obdavčitev istega dohodka v dveh različnih državah in sicer tako v državi, kjer je bil dohodek ustvarjen in v državi rezidentstva družbe, ki je dohodek ustvarila (Evropska unija, 2020). Za odpravljanje dvojne obdavčitve so se tekom zgodovinskega oblikovanja mednarodnega davčnega sistema oblikovali mnogi ukrepi, katere opisujem v nadaljevanju.

3.2.1 Unilateralni ukrepi

Unilateralni ukrepi se sprejemajo znotraj lokalnih zakonov in so sprejeti neodvisno od drugih držav, kjer je to le mogoče. V začetkih pojavljanja obdavčitve dohodka od pravnih oseb so države sprejemale unilateralne ukrepe za zaježitev dvojnega obdavčenja, ker je količina davčnih prihodkov držav iz naslova obdavčitve dohodka prešla količino prihodkov iz naslova uvoznih dajatev, davka na nepremičnine in davka na alkoholne pijače (Fuchi, 2016). Večina držav, ki je sprejela obdavčitev dohodkov pravnih oseb, je davek odmerila na svetovni dohodek svojih rezidentov, prav tako pa je davek odmerjala na domač dohodek nerezidentov, iz česar izhaja, da je bil dohodek držav, ki poslujejo v več državah, obdavčen dvakrat (Fuchi, 2016).

V skladu z unilateralnimi ukrepi se država lahko posluži enega izmed dveh načinov izogibanja dvojnemu obdavčenju in sicer z odbitkom tujega davka, ki ga je potrebno plačati v državi rezidentstva ali oprostitve oziroma izvzetje tujega dohodka iz obdavčitve. Metode oprostitve oziroma izvzetja tujega dohodka iz obdavčitve se načeloma poslužujejo evropske države (Fuchi, 2016).

3.2.2 Bilateralni ukrepi

Bilateralni ukrepi so razmerja dogovorjena med dvema državama, ki so se začela oblikovati v začetku tridesetih let dvajsetega stoletja. Oblikovala so se z namenom popolnega izogibanja dvojnemu obdavčenju in spodbujanju trgovine med državama, ki sta dvostransko pogodbo sprejeli (Fuchi, 2016). Težnja po sklepanju bilateralnih ukrepov, kljub obstoju unilateralnih ukrepov, se je pojavljala predvsem zato, ker možnost odbitka tujega davka spodbuja države, da višajo davčne stopnje za obdavčitev z davkom od dohodkov. Poleg tega pa je doseganje kompromisov med državama, ki skleneta bilateralni sporazum lažje in bolj

fleksibilno, zato je pojavnost mednarodnih pogodb o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka in premoženja med državami velika in še narašča (Fuchi, 2016).

3.2.3 Multilateralni ukrepi

Tako unilateralni kot bilateralni ukrepi lahko vodijo do več kot enega principa mednarodnega obdavčenja, zato so težnje usmerjene v standardizaciji teh politik. Davčne norme na podlagi mednarodnega konsenza so oblikovane v mnogih dokumentih kot so na primer Smernice OECD za določanje transfernih cen za mednarodna podjetja in davčne uprave ter BEPS ukrepi (Fuchi, 2016).

Korak naprej v poenotenju mednarodnega davčnega sistema je tudi Večstranska konvencija o izvajanju z mednarodnimi davčnimi sporazumi povezanih ukrepov za preprečevanje zmanjševanja davčne osnove in preusmerjanja dobička (angl. Multilateral Instrument – MLI), ki je eden od rezultatov projekta OECD v sodelovanju z državami G20, namenjenega preprečevanju zlorabe obstoječih bilateralnih pogodb med državami (Ministrstvo za finance, 2020). Temelji so bili postavljeni v BEPS ukrepu 15, katerega namen je bil racionalizirati implementacijo BEPS smernic, ki so povezane z bilateralnimi pogodbami med državami, države podpisnice pa bodo lahko slednje v medsebojnem dogovoru prilagajale z določbami, ki odražajo mednarodno dogovorjene standarde (OECD, 2015b, str. 9).

4 DOLOČANJE TRANSFERNIH CEN

Zaradi specifik poslovanja med povezanimi osebami in odstopanj, ki ga transferne cene lahko imajo od tržnih cen, je predvsem za davčne zavezance ključnega pomena, da poznajo osnovne zakonitosti, ki veljajo na tem področju. Kot izpostavljeno v predhodnih poglavjih, je harmonizacija davčnih politik med državami visoko na agendi mednarodnih organizacij in lokalnih organov, a zaenkrat še daleč od željenega cilja. Smernice OECD in BEPS ukrepi določajo obsežna pravila, v nadaljevanju tega poglavja pa podajam način, v skladu s katerim bi morala biti opredeljena vsaka transakcija med povezanimi osebami. Tudi slabo poznavanje navedenega namreč lahko znatno pripomore k oškodovanju posamezne družbe v mednarodni skupini.

Transferne cene so neposredno povezane z davkom od dohodkov pravnih oseb, ki obdavčuje dobiček. Da se lahko dobiček ustrezno obdavči, je primarno potrebno opredeliti kdo so davčni zavezanci za davek od dobička, osnovo za obračun davka in pa seveda predpisano davčno stopnjo (Kuhar, 2008, str. 32). Davčno osnovo za obračun davka od dohodkov pravnih oseb predstavlja razlika med davčno priznanimi prihodki in davčno priznanimi odhodki. V praksi lahko že ugotavljanje slednjih predstavlja svojevrsten izziv, poleg tega pa so težnje mednarodnih skupin družb v državah z visokimi davčnimi stopnjami obdavčitve usmerjene k prikazovanju visokih odhodkov, ki ustrezno zmanjšujejo davčno osnovo za obračun davka od dohodkov pravnih oseb (Kuhar, 2008, str. 32). Pri tem lahko odločilno

vlogo odigrajo tako imenovane manipulativne transferne cene, s katerimi skupine družb zavestno oblikujejo transferne cene, ki so višje ali nižje od tistih, ki bi sicer veljale na prostem trgu. Navedeno botri k dejstvu, da se zakonodaja na področju transfernih cen konstantno razvija in tudi zaostruje, saj posamezne države oziroma njihove davčne uprave ne želijo biti oškodovane za delež prihodkov iz davka od dohodkov pravnih oseb. To predstavlja izziv tudi za skupine družb, ki morajo vse več pozornosti nameniti tudi temu, kako vzpostaviti transparenten sistem transfernih cen, ki ne bo izzvan s strani finančnih uprav (Kuhar, 2008, str. 31-32).

Da se finančne uprave vse pogosteje osredotočajo na preverjanje ustreznosti določanja transfernih cen, pričajo tudi podatki Finančne uprave Republike Slovenije, ki v svoji publikaciji "Finančni inšpekcijski nadzor: Nadzor transfernih cen" iz avgusta 2017 navaja, da se število opravljenih nadzorov s področja transfernih cen iz leta v leto povečuje. Od leta 2013 do leta 2016 se je število inšpiciranih družb iz prej 32 družb dvignilo na 70 družb v letu 2016. V teh sedemdesetih inšpiciranih družbah v letu 2016 je Finančna uprava Republike Slovenije ugotovila za okvirno 29,3 milijonov dodatne davčne obveznosti (FURS, 2017b, str. 4). Finančna uprava Republike Slovenije kot najpogostejše vsebinske nepravilnosti pri inšpiciranju transfernih cen, ki vplivajo na višino dobička obdavčenega z davkom od dohodka pravnih oseb, navaja naslednje (FURS, 2017b, str. 4):

- neustrezna uporaba metod za določanje transfernih cen,
- nepravilnosti v zvezi s pripisom dobička stalnim poslovnim enotam,
- nepravilnosti v zvezi s plačevanjem nadomestil za uporabo neopredmetenih sredstev,
- neustrezno operiranje z dobropisi in bremepisi,
- opredelitve storitev med povezanimi osebami, in
- nepravilnosti v zvezi s tanko kapitalizacijo.

Ker Smernice OECD niso pravno zavezujoče za države članice OECD, pa to seveda pomeni, da so lokalni predpisi pri ugotavljanju transfernih cen lahko različni zaradi česar se na ravni skupin družb vedno bolj uveljavlja politika koordiniranega oblikovanja transfernih cen, ki omogoča ustrezno davčno optimiziranje za vse družbe v mednarodni skupini (Kuhar, 2008, str. 49-50).

4.1 Opredelitev povezanih oseb

OECD (2017b, str. 17) v Smernicah o transfernih cenah za mednarodna podjetja in davčne uprave transferne cene opredeljuje kot cene po katerih družba prenaša blago ali storitve povezanih družbam. Razvidno iz navedenega, Smernice OECD tako vpeljujejo termin "povezana družba", katere opredelitev je primarnega pomena za nadaljnjo analizo transfernih cen. Povezana družba je kot taka opredeljena, če izpolnjuje naslednje pogoje, določene v 9. členu Vzorčne konvencije OECD (2019c) o dohodku in kapitalu:

- eno podjetje je neposredno ali posredno udeleženo v upravljanju, nadzoru ali kapitalu druge družbe, ali
- so iste osebe neposredno ali posredno udeležene v upravljanju, nadzoru ali kapitalu obeh družb.

Poleg izpostavljenih pogojev so v nacionalnih zakonodajah pogosto določeni še dodatni kriteriji, kdaj se določene družbe štejejo za povezane in kdaj ne.

4.2 Neodvisno tržno načelo

Neodvisno tržno načelo je v 9. členu Vzorčne konvencije OECD o dohodku in kapitalu (2019c) opredeljeno na način, da kadar se med povezanimi družbami v komercialnih ali finančnih odnosih vzpostavijo ali določijo pogoji, drugačni od tistih, ki bi se vzpostavili med neodvisnimi družbami, se lahko kakršen koli dobiček, ki bi prirastel eni od družb, če takih pogojev ne bi bilo, vendar prav zaradi takih pogojev ni prirastel, vključi v dobiček te družbe in ustrezno obdavči.

Uporaba principa neodvisnega tržnega načela je lahko zelo preprosta, kadar gre za transakcije z običajnim blagom in storitvami, saj je običajno lahko določiti, ali so cene določene po pošteni tržni vrednosti in kot take ustrezne. V primerih, ko so transakcije povezane na primer z licenčninami ali intelektualno lastnino, pa je na trgu običajno precej težje najti ustrezne primerljivke, kar močno oteži uporabo principa neodvisnega tržnega načela (Barker, Asare & Brickman, 2017).

BEPS ukrepi 8–10 obravnavajo smernice za določanje transfernih cen v smislu zagotavljanja, da bodo transferne cene boljše usklajene z ustvarjanjem vrednosti mednarodnih družb in krepijo obstoječe standarde, vključno s smernicami o uporabi neodvisnega tržnega načela (OECD, 2015a, str. 13). Smernice OECD navajajo določila, ki lahko pomembno vplivajo na preoblikovanje transfernih cen (OECD, 2015a, str. 13):

- opredeljene morajo biti dejanske transakcije med povezanimi osebami, transferne cene pa ne smejo biti določene na podlagi pogodbenih določil med povezanimi osebami, ki ne odražajo ekonomske realnosti – upoštevanje načela prednosti vsebine pred obliko;
- pogodbeno določena razdelitev tveganj je upoštevana le v primeru, da je podprta z dejanskimi odločitvenimi procesi;
- kapital, ki je dan na razpolago brez posebnega namena za družbo, ki ga podeljuje, ne bi smel imeti nikakršne oblike kompenzacije;
- davčne uprave lahko ne upoštevajo transakcij med povezanimi osebami, če za te veljajo neobičajne okoliščine tržne neracionalnosti.

Navedeno poudarja pomembnost opredeljevanja transakcij med povezanimi osebami na podlagi dejanskega izvajanja posameznih operacij in ne le na podlagi pogodbenih določil

med povezanimi osebami, ki se lahko med seboj pomembno razlikujejo (OECD, 2015a, str. 13-14).

4.3 Analiza primerljivosti

Analiza primerljivosti transakcij se opravlja med transakcijami med povezanimi osebami in transakcijami med nepovezanimi osebami. Transakciji sta primerljivi, če razlike med transakcijama ne vplivajo pomembno na dobiček, ki ga dosega katerakoli izmed povezanih družb, udeleženih v transakciji (Petauer, 2005, str. 9-10). Običajno proces analize primerljivosti poteka po naslednjih korakih (OECD, 2017b, str. 148-149):

1. določitev obdobja, ki bo predmet analize;
2. široka analiza okoliščin, v katerih deluje davčni zavezanec;
3. razumevanje preučevane transakcije med povezanimi osebami. Podlago za slednje predstavlja predvsem opravljena analiza funkcij, ki je v pomoč pri izbiri testirane družbe, kadar je to potrebno; ustrezne metode za določanje transfernih cen; izbira finančnega indikatorja in identifikacija primerljivih faktorjev, ki bi jih bilo potrebno upoštevati;
4. pregled obstoječih notranjih primerljivk, če te obstajajo;
5. opredelitev ustreznih virov informacij o zunanjih primerljivkah;
6. izbira ustrezne metode in indikatorja stopnje dobičkonosnosti v primeru metode transakcijskega neto dobička;
7. opredelitev potencialnih primerljivk prek določanja ključnih karakteristik, ki jih transakcije med nepovezanimi osebami morajo imeti, da se lahko smatrajo kot potencialno primerljive;
8. prilagoditve primerljivosti, kjer je to potrebno;
9. interpretacija in uporaba zbranih podatkov ter določitev skladanja cen z neodvisnih tržnim načelom

Naveden proces ni linearen, saj morajo biti predvsem 5., 6. in 7. korak večkrat ponovljeni, da se doseže zadovoljiv zaključek in da se izbere najbolj primerna metoda za določanje transfernih cen (OECD, 2017b, str. 149).

4.4 Funkcijska analiza

Ključni element analize primerljivosti je funkcijska analiza, ki služi kot podlaga za analizo transfernih cen, saj zagotavlja podatke o vseh pomembnih lastnosti določene transakcije, vključujoč kritične funkcije, ključna uporabljena sredstva in predvidena ekonomsko relevantna tveganja (IMF, OECD, UN & WBG, 2017). Namen funkcijske analize je razumevanje operacij, ki jih družba opravlja s svojimi povezanimi osebami in razumevanje vlog, ki jih družbe, vpletene v te transakcije, zavzemajo. Prevzete vloge in tudi njihov obseg vplivajo na določanje ustrezne kompenzacije v skladu z neodvisnim tržnim načelom (United Nations, 2017).

Funkcije, ki so v opravljenih transakcijah običajno analizirane, so (United Nations, 2017):

- raziskave in razvoj,
- razvoj produkta in inženiring,
- proizvodnja, procesno inženirstvo in oblikovanje,
- nabavne aktivnosti,
- prevoz, skladiščenje in zaloge,
- marketing, oglaševanje in distribucija,
- poznavanje tehnološkega napredka,
- opravljene storitve znotraj skupine, kot so upravljanje, pravno svetovanje, računovodsko-finančna funkcija, upravljanje s človeškimi viri in podobno.

Pomembna uporabljena ali prenešana opredmetena in neopredmetena sredstva morajo biti opredeljena po svoji naravi in po pomembnosti, ki jo predstavljajo za transakcijo med povezanimi osebami (United Nations, 2017).

Nenazadnje je potrebna še analiza prevzetih tveganj, ki mora biti opravljena na podlagi predhodnih ugotovitev iz naslova analize opravljenih funkcij in uporabljenih sredstev. Tveganja, ki so običajno analizirana so (United Nations, 2017):

- finančno tveganje (metode financiranja, fluktuacija obrestnih mer, tveganje iz naslova menjalnih tečajev),
- tveganja, povezana z izdelki (razvoj izdelka, poprodajne storitve, tveganja povezana z raziskavami in razvojem, intelektualno lastnino in zalogami),
- tržno tveganje (nihanje povpraševanja in cen),
- tveganje izterjave,
- splošno poslovno tveganje,
- tveganja, povezana z makroekonomskimi lastnostmi države oziroma regije v kateri družbe poslujejo.

4.5 Metode za določanje transfernih cen

Z metodami za določanje transfernih cen se ugotavlja ali so pogoji, ki določajo odnose med povezanimi osebami skladni z neodvisnim tržnim načelom. Izbira metode za določanje transfernih cen mora biti vedno usmerjena z izbiro najprimernejše metode v določenem primeru (OECD, 2017b, str. 97). Da je ta namen dosežen, morajo biti analiziranje vse prednosti in slabosti metod, primernost izbrane metode za obravnavo transakcije glede na njeno naravo, dostopnost zanesljivih informacij glede zunanjih primerljivk, ki so potrebne za uporabo izbrane metode ter stopnjo primerljivosti transakcij med povezanimi osebami s transakcijami med nepovezanimi osebami, vključujoč zanesljivost prilagoditev, ki bi lahko bile potrebne za izključitev materialnih razlik med transakcijama (OECD, 2017b, str. 97).

4.5.1 Tradicionalne transakcijske metode

Tradicionalne transakcijske metode so smatrane kot tiste, ki najbolj neposredno razkrivajo ali so pogoji v komercialnih in finančnih odnosih med povezanimi osebami v skladu z neodvisnim tržnim načelom (OECD, 2017b, str. 98). Za namene vseh tradicionalnih transakcijskih metod določanja cen je transakcija med dvema nepovezanima osebama primerljiva s transakcijo med dvema poveznima osebama, če je izpolnjen vsaj eden izmed naslednjih pogojev (OECD, 2017b, str. 101, str. 106, str. 111):

- nobena izmed morebitnih razlik med primerjajočima transakcijama ali med družbami, ki sodelujejo v teh transakcijah ne vpliva materialno na ceno na prostem trgu, ali
- opravijo se lahko razumne prilagoditve, ki bi izločile materialne vplive teh sprememb.

Med tradicionalne transakcijske metode spadajo metoda primerljivih prostih cen, metoda preprodajnih cen in metoda dodatka na stroške, ki jih podrobneje opisujem v nadaljevanju (OECD, 2017b, str. 98).

4.5.1.1 Metoda primerljivih prostih cen

Z metodo primerljivih prostih cen se primerjajo cene za sredstva ali storitve med povezanimi osebami s cenami za sredstva ali storitve med nepovezanimi osebami v primerljivih okoliščinah. V primerih, ko je mogoče najti primerljive transakcije med nepovezanimi osebami je metoda primerljivih prostih cen najbolj zanesljiva metoda za ugotavljanje skladnosti transakcije z neodvisnim tržnim načelom. Slednje pomeni tudi, da ima metoda primerljivih prostih cen prednost pri izboru metod, ki se bo uporabljala za dokazovanje skladnosti z neodvisnim tržnim načelom (OECD, 2017b, str. 101).

Metoda primerljivih prostih cen ima dve različici, in sicer (PwC, 2019):

- metoda notranje primerljivih prostih cen in
- metoda zunanje primerljivih prostih cen.

Pri metodi notranje primerljivih prostih cen se transferne cene med povezanimi osebami primerjajo s cenami, ki jih ena izmed povezanih oseb zaračunava za primerljivo transakcijo v primerljivih okoliščinah nepovezani osebi. Pri metodi zunanje primerljivih prostih cen pa se transferne cene med povezanimi osebami primerjajo s cenami, ki veljajo na trgu oziroma, ki jih ena nepovezana oseba v primerljivih okoliščinah zaračunava drugi nepovezani osebi. (PwC, 2019).

Metoda primerljivih prostih cen je običajno uporabljena pri transakcijah z blagom med povezanimi osebami, saj je za slednje mogoče na različne načine pridobiti podatke o cenah, ki se za določeno blago zaračunavajo na prostem trgu med nepovezanimi osebami v primerljivih okoliščinah in pogojih, pod katerimi je potekala transakcija (OECD, 2017b, str. 102).

4.5.1.2 Metoda preprodajnih cen

Pri metodi preprodajnih cen so izhodišče za določanje transfernih cen cene, po katerih so bila sredstva, ki so bila kupljena od povezane osebe, preprodana nepovezani osebi. Po principu te metode se primerljiva tržna cena določi na način, da se od prodajne cene, ki jo prodajalec zaračunava za sredstva, blago ali storitve nepovezanim osebam, odšteje razlika v ceni oziroma bruto marža, ki jo dosega ali bi jo dosegle v enakih ali primerljivih okoliščinah na trgu nepovezane osebe (OECD, 2017b, str. 105-106).

Primerna razlika v ceni predstavlja vrednost, s katero naj bi si preprodajalec povrnil svoje prodajne in ostale operativne stroške ter tudi dosegel primeren dobiček, ki mu pripada glede na njegov funkcijski profil, tveganja, ki jih prevzema in sredstva, ki jih uporablja (OECD, 2017b, str. 106). Ko odštejemo primerno razliko v ceni in opravimo prilagoditev za ostale stroške povezane z nabavo proizvodov, dobimo ceno v skladu z neodvisnim tržnim načelom.

Tudi metoda preprodajnih cen ima dve različici, in sicer (PwC, 2019):

- metoda notranje preprodajnih cen in
- metoda zunanje preprodajnih cen.

Pri metodi notranje preprodajnih cen se primerna razlika v ceni določa na podlagi primerjave primernih razlik v ceni, ki jih ista družba preprodajalka zasluži pri nabavi in prodaji blaga v primerljivih transakcijah med povezanimi osebami. Pri metodi zunanje preprodajnih cen pa je primerna razlika, ki jo družba preprodajalka zasluži pri nabavi in prodaji blaga v transakcijah med povezanim osebami primerjana s primerno razliko, ki jo nepovezana družba preprodajalka zasluži v primerljivih transakcijah pod istimi pogoji (OECD, 2017b, str. 106).

4.5.1.3 Metoda dodatka na stroške

Osnova pri uporabi metode dodatka na stroške so stroški, ki nastanejo prodajalcu oziroma proizvajalcu blaga oziroma sredstev oziroma tistemu, ki opravlja storitev v transakcijah med povezanimi osebami. Na nastale stroške se nato aplicira primeren dodatek na stroške, ki omogoča povezani osebi, ki zagotavlja blago, sredstva oziroma storitve, dobiček, ki odraža opravljene funkcije in prevzeta tveganja te transakcije ter pogoje na trgu (OECD, 2017b, str. 111). Ob apliciranju primerne dodatka na stroške lahko to ceno za transakcijo smatramo kot tako, ki je v skladu z neodvisnim tržnim načelom. Metoda je najbolj uporabna na primer v transakcijah s polproizvodi, ki si jih povezane osebe prodajajo med seboj ali pri storitvenih transakcijah med povezanimi osebami (OECD, 2017b, str. 111).

Tako kot metoda primerljivih prostih cen in metoda preprodajnih cen ima tudi metoda dodatka na stroške dve različici, in sicer (PwC, 2019):

- metoda notranjega dodatka na stroške in

- metoda zunanjega dodatka na stroške.

Za opredeljevanje primernosti cene določene z dodatkom na nastale stroške je najbolj zaželeno, da se tako oblikovana cena, ki jo dobavitelj blaga, sredstev oziroma storitev zaračuna povezani osebi primerja s tako oblikovano ceno, ki jo isti dobavitelj sredstev oziroma storitev zaračuna nepovezani osebi. Kot vodilo pa se lahko uporabljajo tudi primerljive transakcije z nepovezanimi osebami (OECD, 2017b, str. 111).

Z metodo dodatka na stroške so povezani predvsem izzivi, ki jih predstavlja določitev stroškovne osnove. Ta se lahko že sama po sebi precej razlikuje, zato je pomembno, da so razlike med transakcijami med povezanimi osebami in transakcijami med nepovezanimi osebami, ki imajo znaten vpliv na določanje višine dodatka na stroške, ustrezno analizirane. (OECD, 2017b, str. 112-113).

4.5.2 Metodi transakcijskega dobička

Kljub temu, da so tradicionalne transakcijske metode v praksi bolj uporabne, pa se v določenih primerih uporaba ene izmed dveh metod transakcijskega dobička zdi primernejša. Slednje velja zlasti v primerih, ko so povezane osebe udeležene v kompleksnejših transakcijah, kjer vsaka izmed njih prispeva edinstvene in koristne doprinose (OECD, 2017b, str. 98). Poleg tega je uporaba ene izmed teh dveh metod priporočljiva, ko je na javno dostopnih virih nemogoče dobiti primerljive oziroma kakovostne podatke. Metodi transakcijskega dobička, ki sta podrobneje opisani v nadaljevanju, sta metoda porazdelitve dobička in metoda stopnje čistega dobička (OECD, 2017b, str. 98).

4.5.2.1 Metoda stopnje čistega dobička

Metoda stopnje čistega dobička temelji na preučevanju relativno izraženega neto dobička (v razmerju do na primer stroškov, prodaje, sredstev), ki ga davčni zavezanec realizira v transakcijah med povezanimi osebami. Glede na dostopnost podatkov tudi pri metodi stopnje čistega dobička poznamo naslednji dve različici (OECD, 2017b, str. 117-118):

- metoda notranje stopnje čistega dobička in
- metoda zunanje stopnje čistega dobička.

Metoda notranje stopnje čistega dobička primerja izbran indikator stopnje dobičkonosnosti dosežene v transakcijah s povezanimi osebami z istim indikatorjem stopnje dobičkonosnosti dosežene v transakcijah z nepovezanimi osebami. Če taki podatki niso na voljo, lahko postopamo tudi v skladu z metodo zunanje stopnje čistega dobička, pri kateri pa primerjamo izbran indikator stopnje dobičkonosnosti, ki jo dosejata dve nepovezani družbi v podobnih okoliščinah (OECD, 2017b, str. 118).

4.5.2.2 Metoda porazdelitve dobička

Metoda porazdelitve dobička je v praksi le redko uporabljena. Pri tej metodi je ključnega pomena, da se najprej identificira višino dobička, ki bi moral biti razdeljen med povezanimi družbami. Namen te metode torej je, da se izloči učinek, ki ga ima na dobiček sodelovanje med povezanimi osebami in določi, kako bi bil ta dobiček razdeljen med družbami, če te ne bi bile povezane in bi delovale v skladu z neodvisnim tržnim načelom (OECD, 2017b, str. 133). Poznamo dve glavni različici metode delitve dobička (Petauer, 2005, str. 37-38):

- analiza prispevka k dobičku (vsak udeleženec v transakciji naj bo deležen deleža dobička glede na svoj prispevek k ustvarjanju le-tega) in
- analiza preostalega dobička (funkcije in uporabljena sredstva so razdeljene med običajne in manj pogoste, pri čemer se morebitni preostanek dobička porazdeli na osnovi manj pogostih).

Prednost dotične metode se pokaže v primerih, ko obe povezani družbi udeleženi v transakciji opravljata edinstvene in dragocene prispevke, ko sta obe povezani družbi močno vpleteni v ekonomsko dejavnost in ko se za obe družbi smatra, da prevzemata enako količino tveganj z opravljanjem določene transakcije. Iz tega izhaja tudi glavna slabost te metode, saj je meritev vpletenosti družbe v transakcijo pogosto zelo zahtevna (OECD, 2017b, str. 134-135).

4.6 Dokumentacija o transfernih cenah

Vse ugotovitve v zvezi s transfernimi cenami je za davčne uprave po svetu potrebno predstaviti v dokumentaciji o transfernih cenah. Pripraviti je potrebno splošno dokumentacijo (angl. masterfile), ki je lahko enotna za skupino povezanih oseb kot celoto, in mora vsebovati (OECD, 2017b, str. 501-503):

- organizacijsko strukturo mednarodne skupine družb;
- opis poslovanja mednarodne skupine družb;
- podatke o neopredmetenih sredstvih s katerimi razpolaga mednarodna skupina;
- opis načina financiranja družbe; in
- podatke o finančnem in davčnem položaju skupine.

Prav tako je potrebno pripraviti posebno oziroma lokalno dokumentacijo (angl. country-specific documentation), ki mora vsebovati (OECD, 2017b, str. 505-507):

- podatke o lokalni družbi;
- opis in vrsto transakcij med povezanimi osebami; vrednost opravljenih transakcij, razdeljenih po povezanih osebah; kopije pogodbenih dogovorov za obravnavane transakcije;

- podrobna analiza primerljivosti in analiza opravljenih funkcij, uporabljenih sredstev in prevzetih tveganj;
- opredelitev izbrane metode za določanje transfernih cen glede na tip transakcije in razlogi za izbor metode; navedba izbranih notranjih ali zunanjih primerljivk, metodologije za njihovo iskanje in vire informacij o teh primerljivkah.;
- finančne podatke družbe.

Predpisana vsebina izhaja iz petega poglavja Smernic OECD in BEPS ukrepu 13, ki obravnavata pripravo dokumentacije o transfernih cenah. Dotične smernice priporočajo tri tirni pristop k poročanju o ureditvi transfernih cen, kamor spada priprava splošne dokumentacije, posebne dokumentacije in poročila po državah mednarodne skupine (angl. Country-by-Country Report) (OECD, 2015c, str. 9).

Poročilo po državah mednarodne skupine morajo na letni ravni v vseh državah, kjer poslujejo, vlagati velike mednarodne skupine družb. V tem poročilu morajo poročati o svojih prihodkih, dobičku pred davki in plačanemu davku. Od mednarodnih družb se v tem poročilu zahteva tudi poročanje o številu zaposlenih, kapitalu, zadržanih dobičkih in opredmetenih sredstvih v vsaki državi poslovanja, prav tako pa mora morajo mednarodne družbe identificirati vsako družbo znotraj skupine in zagotoviti informacije o tem kakšne aktivnosti posamezna družba opravlja (OECD, 2015c, str. 9).

Ti trije dokumenti skupaj predstavljajo položaj, ki ga v zvezi s transfernimi cenami zavzemajo mednarodne skupine družb, za davčne uprave pa ti dokumenti predstavljajo zbir koristnih informacij, na podlagi katerih lahko ocenjujejo tveganja iz naslova transfernih cen in se odločajo o izvedbi davčno inšpekcijskega nadzora (OECD, 2015c, str. 9).

5 FINANČNE TRANSAKCIJE MED POVEZANIMI OSEBAMI

Poleg vsesplošnega povečanega nadzora nad pravilnostjo določanja transfernih cen, so eno izmed najbolj perečih tematik ravno finančne transakcije med povezanimi družbami. Mnogo družb namreč z namenom kapitalizacije svojega lastnega kapitala sodeluje v transakcijah s svojimi povezanimi družbami, kar predstavlja pomemben element operacij znotraj mednarodne skupine družb (EY, 2019b).

BEPS ukrep 4 je namenjen preprečevanju erozije davčne osnove preko odbitka plačanih obresti in drugih finančnih plačil. Že v tem dokumentu pa je OECD najavil nadaljnje delo glede obravnave finančnih transakcij z vidika transfernih cen (OECD, 2017a, str. 13, 15). Februarja 2020 je OECD po dveh letih od izdaje osnutka v letu 2018 objavil dolgo pričakovane Smernice o transfernih cenah za finančne transakcije, ki dopolnjuje predhodno izdane dokumente o BEPS ukrepu 4 in BEPS ukrepih 8-10. OECD je pri pripravi smernic glede oblikovanja transfernih cen za finančne transakcije upošteval tudi predloge javnosti na predhodno izdan osnutek (OECD, 2020, str. 3). Finančne transakcije se namreč lahko znatno

razlikujejo od drugih operativnih transakcij med povezanimi osebami, kar vnaša dodaten element kompleksnosti in potrebo po natančnejših navodilih.

Čeprav mora biti vsaka finančna transakcija analizirana na podlagi lastnih meril, dejstev in okoliščin, cene pa morajo ustrezati navedenemu, se v praksi pojavljajo nekateri splošni izzivi, s katerimi se srečujejo davčne uprave in davčni zavezanci. Slednji so povezani predvsem s potrebo po natančni tehnični analizi transakcij z namenom uporabe neodvisnega tržnega načela, ki ni pomembno le z vidika postopanja v skladu z zahtevami davčne uprave, ampak tudi z vidika izogibanja dvojnemu obdavčenju (EY, 2019b). Pogosta tveganja, ki so značilna za vsako izmed finančnih transakcij, na kratko opisujem v nadaljevanju, podrobneje pa se osredotočam na posojila med povezanimi osebami.

5.1 Skladi

Mednarodna družba lahko vstopi v sklad iz različnih razlogov med katerimi je najpogostejši zavarovanje denarnih tokov pred nepričakovanimi dogodki. Z vidika učinkovitosti je običajno, da mednarodne družbe centralizirajo sklade z namenom izkoriščanja prednosti zmanjševanja celotnih stroškov skladov, povezanih tudi z njihovim upravljanjem (EY, 2019b).

Pri skladih izzive pogosto predstavlja neizoblikovana regulativa na tem področju, kar lahko vpliva na transakcije v teku. Drugo tveganje je povezano s tem, ali ima družba, ki nosi tveganje dovolj kapitalskih rezerv, da lahko nosi to tveganje in v skladu s tem tudi določi kompenzacijo za to tveganje v skladu z neodvisnim tržnim načelom (EY, 2019b).

5.2 Zavarovanja preko lastnih zavarovalnic

Eden izmed načinov upravljanja s tveganji in denarnimi tokovi so tudi zavarovanja preko lastnih zavarovalnic, ki podobno kot skladi pomagajo povezanim družbam nadzorovati denarne tokove pred nepričakovanimi dogodki, ki jih sprožijo specifična tveganja. Izzivi prisotni pri zavarovanju preko lastnih zavarovalnic so podobni izzivom, s katerimi se davčne uprave in davčni zavezanci srečujejo pri skladih (EY, 2019b).

5.3 Garancije

Garancije so običajno pojavljajo v obliki finančnih garancij, lahko pa vključujejo tudi izvedbene garancije od matične ali visoko kapitalizirane povezane družbe. Garancije lahko povezani družbi pomagajo zavarovati posojilo ali določeno pogodbo pod ugodnimi pogoji, kot so na primer nižja obrestna mera na posojilo ali nižja potreba po rezervah za visoko tvegan projekt (EY, 2019b). Ker veliko takih transakcij prinese direktne koristi družbi, prejemnici garancije, tveganja potencialne izgube pa so na strani družbe, ki garancijo podeli, so te transakcije pogosto tudi predmet garancijske provizije, ki predstavlja plačilo za storitve poroka (EY, 2019b).

Izzivi prisotni pri izvedbenih garancijah so podobni izzivom, s katerimi se davčne uprave in davčni zavezanci srečujejo pri skladih in zavarovanjih preko lastnih zavarovalnic. Pri finančnih garancijah se tveganja pojavljajo predvsem pri opredelitvi koristi podeljene finančne garancije in težavami, povezani z meritvijo teh koristi (EY, 2019b).

5.4 Prodaja terjatev

Prodaja terjatev je metoda, ki je s strani mednarodnih družb uporabljena z namenom izboljšanja likvidnosti preko sproščanja sredstev, ki morda niso na voljo zaradi zamude plačila ali neplačila kupcev. Družba, ki se sooča s primanjkljajem obratnega kapitala lahko s popustom proda svoje terjatve povezani osebi (EY, 2019b). Prodaja terjatev razreši potrebe po obratnem kapitalu družbe prodajalke terjatev, popust, po katerem so bile terjatve prodane pa družbo, ki te terjatve kupi, kompenzira za prevzeta tveganja iz naslova prepoznega plačila ali neplačila teh terjatev (EY, 2019b).

Pri prodaji terjatev se pojavljajo vprašanja o opredelitvi kreditnega tveganja za vpletene povezane družbe, katera izmed vpletenih povezanih družb nosi stroške storitve in ali bi te morali biti del popusta pri prodaji terjatev ter ali bi v popust pri prodaji terjatev moral biti vključen tudi element dobička (EY, 2019b).

5.5 Združena denarna sredstva oziroma Cash pool

Poleg običajnih posojil je tudi združevanje denarnih sredstev oziroma cash pool postal pogost način upravljanja denarnih sredstev znotraj mednarodnih družb. V tem sistemu se presežna sredstva na računih povezanih družb prenesejo k povezanim družbam, ki jim sredstev primanjkuje, na ta način pa se vzpostavi učinkovita struktura za upravljanje s kapitalom družb, povezanih v eno skupino (EY, 2019b). Cash pool je lahko vzpostavljen v eni ali več državah, a le za eno valuto naenkrat. Vsaka sodelujoča družba vzdržuje lasten bančni račun, kateri pa so vsi povezani s centralnim računom cash pool upravljalca. (Hillman, 2011b). Cash pool upravljalec ima vlogo posrednika, v primerih, ko zagotavlja svoj kapital, pa nosi tudi dodatna tveganja. Cash pool, tako kot običajna posojila, zmanjšuje potrebo po izposojanju sredstev pri nepovezanih osebah (EY, 2019b).

Cash pool ne sme biti hitra rešitev za upravljanje s spreminjajočimi se finančnimi položaji družb, niti ne mehanizem za pritekanje zaslužka iz naslova obresti ali poizkus izogiba davku. Njegova vzpostavitev mora temeljiti na podlagi pregleda potreb po financiranju, strukturi financ posamezne družbe v skupini in splošni likvidnosti skupine (Hillman, 2011a).

Poznamo dve glavni vrsti združevanja denarnih sredstev in sicer (Hillman, 2011b):

- dejansko združevanje denarnih sredstev in
- navidezno združevanje denarnih sredstev.

Pri dejanskem združevanju denarnih sredstev (angl. Effective cash pooling) ločimo med targetiranim stanjem denarnih sredstev (angl. Target Balancing cash pooling) in med ničelnim stanjem denarnih sredstev (angl. Zero-balancing cash pool) (PwC, 2014).

Ko družbe targetirajo predhodno določeno vrednost sredstev na svojih bančnih računih, so presežna sredstva nad dogovorjenimi prenešana na centralni bančni račun cash pool upravljalca (PwC, 2014). Nasprotno, če so sredstva na bančnem računu nižja od dogovorjene vrednosti, cash pool upravljalec nakaže manjkajoči del sredstev iz svojega centralnega bančnega računa. Najpogosteje pa se sicer uporablja ničelno stanje denarnih sredstev, pri čemer je že iz imena razvidno, da je targetirana vrednost na bančnih računih družb v sistemu cash pool nič. Uravnavanje sredstev je običajno opravljeno na dnevni bazi (PwC, 2014).

V nasprotju z dejanskim združevanjem denarnih sredstev, pri navideznem združevanju denarnih sredstev ne prihaja do prenosa sredstev iz enega na drug bančni račun in se uporablja za uravnavanje in pobot prihodkov ter odhodkov iz naslova obresti, ki so posledica različnih denarnih stanj na različnih bančnih računih iste banke. Banka nato ustvari navidezni položaj za račune vseh udeležencev in prikaže konsolidirani finančni položaj, na podlagi katerega so obračunane in plačane obresti (Hillman, 2011b).

Pri cash pool sistemih tveganja izhajajo iz analize opravljenih funkcij, prevzetih tveganj in uporabljenih sredstev družbe, ki cash pool upravlja. Pri tem se pojavlja predvsem vprašanje, ali cash pool upravitelj zagotavlja zgolj storitve upravljanja ali nosi še dodatno kreditno tveganje (EY, 2019b). Tveganja se pojavljajo tudi na področju trajanja cash pool dogovorov, ki so posredno povezani z obrestno mero, ki jo prejmejo družbe, ki v cash pool nalagajo presežna denarna sredstva. Slednje je povezano predvsem z vprašanjem, ali določene obrestne mere pravilno odražajo koristi cash poola (EY, 2019b).

5.6 Posojila med povezanimi osebami

Posojila med povezanimi osebami so najpogostejša oblika finančnih transakcij med povezanimi družbami. Običajno ima določena družba v skupini lahko funkcijo zakladnice in sredstva pridobiva iz kapitalskih trgov, ta pa nato razdeli med povezane družbe v obliki posojil. Glavna prednost teh aktivnosti je, da izboljša morebitno pomanjkanje kupne moči posameznih družb, ki bi sicer morale sredstva pridobivati samostojno (EY, 2019b).

Pri posojilih med povezanimi osebami se izzivi pojavljajo pri opredeljevanju sposobnosti izposoje, ki se opredeljuje v razmerju do pripravljenosti nepovezanih oseb zagotoviti posojilo in ali bi bile nepovezane osebe primerljivo posojilo dati po nižji obrestni meri (EY, 2019b). Dodatne izzive predstavljajo tudi pogoji pod katerimi je bilo posojilo dano oziroma ali bi bilo pogoje opredeljene med povezanimi osebami pri sklenitvi posojila moč pričakovati tudi pri posojilih sklenjenih na trgu oz. med nepovezanimi (EY, 2019b). Pred analizo skladnosti z neodvisnim tržnim načelom je potrebno presoditi naslednje (PwC, 2014):

- ali transakcija ustreza definiciji dolga v skladu z relevantnimi davčnimi pravili in lokalno pravno prakso;
- ali bo odbitek obresti iz naslova posojila omejen zaradi pravil o tanki kapitalizaciji v državi družbe izposojevalke sredstev;
- ali so pogoji izpeljane transakcije taki kot bi obveljali v dogovoru med dvema nepovezanima družbama.

Tako v Sloveniji kot v drugih državah članicah Evropske unije velja, da se kot posojila obravnavajo tudi sredstva prejeta v združenih denarnih sredstvih oziroma preko sistema cash pool, zato je pri tovrstnih transakcijah potrebno upoštevati enaka navodila (Drobež Tomšič, 2017b).

Ker se volumen posojil med povezanimi osebami povečuje, so se izoblikovala pravila za omejitvev takšne vrste zadolževanja, med katera spadata pravilo o tanki kapitalizaciji in pravilo o odbitku obresti iz naslova posojil. Države so v zadnjih letih namenile veliko pozornosti zaostrovanju teh ukrepov, pri čemer je pomembno upoštevati davčna načela jasnosti, učinkovitosti, poštenosti, nevtralnosti in doseganja zastavljenega cilja (Webber, 2010).

Načelo jasnosti se nanaša predvsem na to, da se tako davčni zavezanec kot pobiralec davkov zavedata količino davka, ki mora biti plačana, kot tudi kdaj je rok za plačilo, saj to vpliva na finančne izkaze in finančne napovedi za prihodnost obojih deležnikov. Učinkovitost ukrepov se odraža v pobiranju davkov s čim manjšimi spremljajočimi stroški, ki bi po nepotrebnem zmanjševali dobičke družb (Webber, 2010). Vsi deležniki se prav tako strinjajo, da morajo davki odražati poštenost, a je slednjo velikokrat težko opredeliti. Najpogosteje se za pošten davčni sistem označi tisti, ki je razumen, skladen in pravičen, prav tako pa naj ne bi neupravičeno vplival na poslovne odločitve. Večina strokovnjakov prav tako meni, da bi morali biti davki nevtralni in kot taki ne smejo diskriminirati v prid ali proti določenim davčnim zavezancem oziroma vlagateljem (Webber, 2010).

Nenazadnje pa mora dober davčni sistem dosegati svoj primarni cilj. V primeru tanke kapitalizacije in omejitvev odbitka obresti lahko dober davčni sistem opredelimo kot tak, ki preprečuje prekomerno zadolževanje družb pri svojih povezanih družbah zgolj z namenom davčne optimizacije v smeri nižjega davčnega bremena, a tudi tak, ki dovoli družbam, da se zadolžijo pri povezanih družbah in obresti iz posojila pripoznajo kot odbitne postavke, kadar je tako ustvarjen dolg običajen del družbinega poslovnega modela (Webber, 2010).

5.6.1 Obrestna mera na posojila med povezanimi osebami

Pojavnost transfernih cen sovpada s pojavnostjo mednarodnih povezanih družb, pri čemer se pojavi potreba po razlikovanju med tržnimi cenami in transfernimi cenami (Kuhar, 2008, str. 10). Eden najpogostejših izzivov povezanih s finančnimi transakcijami vključuje določitev obrestne mere na posojila med povezanimi osebami, kar pa vključuje tudi

določanje posojilnih pogojev kot bi bili ti določeni v skladu z neodvisnim tržnim načelom (EY, 2019b).

5.6.1.1 Davčno priznavanje obresti na posojila med povezanimi osebami

Posojila med povezanimi osebami odpirajo predvsem vprašanja o tem, ali so lahko obresti iz naslova teh posojil davčno priznane in pod kakšnimi pogoji. Da se obresti na posojila priznajo kot davčno priznan odhodek morajo biti ta posojila potrebna za obdavčeno dejavnost davčnega zavezanca prejemnika posojila (Drobež Tomšič, 2017b). Posebna davčna pravila in z njimi povezane dodatne omejitve se nanašajo na posojila med povezanimi osebami, upoštevati pa jih morajo tako tiste družbe, ki posojila prejemajo kot tiste družbe, ki posojila dajejo (Drobež Tomšič, 2017b). V skladu s pravili pa so načeloma nekatere obresti v celoti davčno nepriznane, na primer tiste, ki izhajajo iz posojila kvalificiranega družbenika in so presežna, če je njihova obrestna mera previsoka. Tako kot pri obrestih med povezanimi osebami kot tudi pri tanki kapitalizaciji se lahko uporablja tako imenovani varni pristan. Kadar so odhodki za obresti v skladu z varnim pristanom, pomeni, da so odhodki za obresti davčno priznani (Drobež Tomšič, 2017b).

Uporabo varnega pristana spodbujajo tudi Smernice OECD. Gre namreč za vzpostavitev preprostega sistema za določanje pravil v povezavi s transfernimi cenami, ki bi bile v skladu z doslednim upoštevanjem teh pravil, avtomatično priznane s strani davčnih uprav, tako slednjim kot davčnim zavezancem pa na tak način ne bi bilo potrebno postopati v skladu s splošnimi pravili, ki zadevajo transferne cene in so lahko zelo obsežna. Cilj uporabe varnega pristana je izogib administrativnemu bremenu dokazovanja skladnosti z neodvisnim tržnim načelom (OECD, 2017b, str. 205).

Če so obresti na posojila dana po nižji ali prejeta po višji obrestni meri kot znaša obrestna mera določena v skladu z metodologijo določanje tržne obrestne mere, se lahko tako izplačilo šteje za prikrito izplačilo dobička. Ta se šteje za odhodke podobne dividendam, ki pa so predmet obveznosti obračuna davčnega odtegljaja (FURS, 2017a, str. 12). Ta je sicer lahko predmet obdavčitve z nižjo davčno stopnjo na podlagi konvencije o izogibanju dvojnega obdavčenja, sklenjene med vpletjenima državama, o čemer pa je na podlagi relevantnih obrazcev in podporne dokumentacije potrebno obvestiti pristojno davčno upravo (Hieng, 2014).

5.6.1.2 Določanje obrestne mere v državah Evropske Unije

Obrestna mera na posojila med povezanimi osebami mora biti v večini držav določena v skladu z neodvisnim tržnim načelom, a je s strani OECD in lokalnih predpisov podanih le malo usmeritev o izvedbi slednjega. Pomanjkanje konkretnih metod vodi v mnoge polemike, davčni zavezanci pa na te odgovarjajo z uporabo pristopov, ki so sicer značilni za nepovezane osebe (PwC, 2014). Obrestne mere na posojila med nepovezanimi osebami so

določene na podlagi kreditne sposobnosti in sposobnosti poplačila dolga družbe izposojevalke sredstev, trajanja in varnosti posojila in trenutnih pogojev na trgu za posojila z istimi karakteristikami (PwC, 2014).

Pri posojilih nepovezani osebi posojilodajalec običajno najprej oceni kreditno sposobnost posojilojemalca. Naslednji korak je pogajanje glede pogojev posojila, ki vključujejo velikost glavnice, pogostost plačila obresti in obrestna mera. Obrestna mera, dogovorjena med nepovezanimi osebami pod primerljivimi pogoji, naj bi služila kot osnova za analizo primerljivosti (PwC, 2014). V običajnih razmerah, ki vladajo na kreditnem trgu, ceteris paribus, so za posojila sklenjena za daljše časovne obdobje določene višje obrestne mere, drugi dejavniki, ki vplivajo na višino obrestne mere, pa so še možnosti pretvorbe posojila v kapital, poplačilo glavnice posojila pred dospelostjo, starost posojila ter zavarovanja in garancije. Za posojila med povezanimi osebami potencialni faktor pri določanju obrestne mere predstavlja tudi posojilojemalčeva sposobnost pridobiti posojilo v podobni vrednosti od nepovezane osebe (PwC, 2014). Problematike v povezavi s tem se dotikam v nadaljevanju magistrskega dela.

Ključni korak pri analizi primerljivosti je določitev kreditne ocene družbe posojilojemalke izposojevalke. Kreditna ocena predstavlja kvantitativne in kvalitativne faktorje, ki povzemajo sposobnost posojilojemalke izposojevalca, da poplača dolg. Ker gre za kompleksno zadevo, so se tekom let izoblikovale agencije za podeljevanje kreditnih ocen kot so Standard & Poor's, Moody's Investor Service in Fitch Rating (PwC, 2014). Metodologija določanja kreditne ocene je prilagojena panogi, v kateri izposojevalec deluje in tako ponuja relativno oceno kreditne sposobnosti v primerjavi z drugimi družbami v panogi (PwC, 2014). Ocene so načeloma podane s črkami A, B, C in D, pri čemer se lestvice lahko razlikujejo glede na trajanje obdobja za katero se podeljuje kreditna ocena in podobno. Ocena A odraža, da ima družba precej močne kapacitete, da poravnava svoje finančne obveznosti, ocena D pa odraža, da je družba v finančnih težavah in obstaja malo možnosti, da bo lahko poravnala svoje finančne obveznosti v dogovorjenih rokih (Standard & Poor's, 2019). Pri ocenah B in C gre običajno za morebitne manjše ali večje omejitve pri sposobnosti poplačila obveznosti. Znotraj posameznih črkovnih ocen, lahko ocenjevalec poda še znakovno oceno v obliki plusa ali minusa, ki odraža relativno stanje znotraj posamezne kategorije (Standard & Poor's, 2019). Na tej točki je pomembno omeniti izraz "halo efekt", ki se pogosto uporablja pri prilagoditvah kreditne ocene posamezne povezane družbe zgolj zaradi tega, ker je del večje mednarodne skupine družb. Ker kreditna ocena tako ni dodeljena na podlagi finančnega položaja posamezne družbe, lahko to pomembno vpliva na skladnost transakcije z neodvisnim tržnim načelom, saj je določitev obrestne mere občutljiva na kreditno oceno družbe, ki si sredstva izposoja (EY, 2019b).

Skoraj vse države Evropske unije pri določanju obrestne mere na posojila med povezanimi sledijo zgolj Smernicam OECD za določanje transfernih cen za mednarodna podjetja in davčne uprave in preverjajo skladnost z neodvisnim tržnim načelom (OECD, 2015d). V tem pogledu je izjema Slovenija, ki v svoji zakonodaji določa varni pristan tudi za odbitek obresti

in sicer po izračunu z naslednjimi elementi, ki so povzeti po slovenskem Pravilniku o priznani obrestni meri, Uradni list RS, št. 141/06 in 52/07:

- variabilni del obrestne mere za valuto, izražen v odstotkih, ki ga objavlja Ministrstvo za finance;
- pribitek za ročnost oz. trajanje posojilne pogodbe:
 - za posojila, ki trajajo do vključno enega leta ni pribitka za ročnost,
 - za posojila, ki trajajo do vključno pet let, znaša pribitek 0,03 %,
 - za posojila, ki trajajo do vključno 10 let, znaša pribitek 0,05 %,
 - za posojila, ki trajajo nad 10 let znaša pribitek 0,06 %.
- pribitek na kreditno oceno:
 - 0,05 % za kreditno oceno od AAA do A-,
 - 0,20 % za kreditno oceno od BBB+ do B-,
 - 2 % za kreditno oceno pod B-,
 - 1 %, če posojilojemalec nima izdelane kreditne ocene in ne gre za fizično osebo,
 - 0,75 %, če je posojilojemalec fizična oseba.

Navedeno odraža tudi pomanjkljivosti, ki jih ima varni pristan. Ker Smernice OECD v veliki meri še vedno služijo kot priporočilo in ne zavezujoče predpise, lahko implementacija varnega pristana v državi vodi do povečanja tveganja za dvojno obdavčitev, ko so ti ukrepi prevzeti unilateralno; do poročanja obdavčljivega dohodka, ki ni v skladu z neodvisnim tržnim načelom; do dodatnega mehanizma za davčno optimizacijo; prav tako pa lahko povzroča odmik od načela poštenosti davčnega sistema in pomanjkanja informiranosti davčnih zavezancev (OECD, 2017b, str. 208).

5.6.2 Institut tanke kapitalizacije

Pristranskost davčne obravnave dolga izkrivlja odločitev glede financiranja družbe, prav tako pa ta nima ekonomske utemeljitve (Langedijk, 2015). Z vidika zmanjševanja pristranskosti v nadaljevanju opisujem koncept, ustvarjen za te namene.

5.6.2.1 Definicija in namen tanke kapitalizacije

Obresti iz naslova dolga so načeloma odbitna postavka pri določanju obdavčljive osnove iz vidika davka na dobiček. Kot že uvodoma pojasnjeno, to za družbe predstavlja vzpodbudo, da se pri financiranju svojega poslovanja raje odločajo za dolžniško in ne lastniško financiranje. Ta trend je opazen predvsem v državah z visoko stopnjo obdavčitve (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Obresti kot odbitna postavka za družbe pomenijo tako imenovani davčni ščit, saj zmanjšujejo davčno osnovo za obračun davka od dobička. Višja kot je stopnja obdavčitve v državi družbe posojilojemalke, višja je vrednost davčnega ščita, skladno s tem pa se pomembno spreminja tudi kapitalska struktura družb (Blouin,

Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Postavke, ki vplivajo na vrednost davčnega štita so razvidne tudi iz enačbe (1).

$$\text{Davčni štít} = \text{Obrestna mera} \times \text{Dolg} \times \text{Davčna stopnja} \quad (1)$$

Iz enačbe (1) je razvidno, da družba za vsak evro, ki ga plača v obliki obresti in ne v obliki dividend, prihrani vrednost plačanih obresti pomnoženih s stopnjo obdavčitve davka od dohodkov pravnih oseb (Đukić, 2011). Protiutež davčnemu štitu predstavlja institut tanke kapitalizacije, ki ureja davčne posledice prekomernega dolžniškega financiranja davčnega zavezanca preko posojil od povezanih oseb, kar pa predstavlja enega največjih izzivov mednarodne obdavčitve (FURS, 2017a, str. 3).

5.6.2.2 Modeli in pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske Unije

Pravila tanke kapitalizacije sta med prvimi uvedla Kanada in Francija v sedemdesetih letih dvajsetega stoletja, kmalu za njimi pa še Avstralija, Velika Britanija in Združene države Amerike, ostale države sveta pa po letu 1990 (Bobek – Gospodarič, Ivanič & Mrazić, 2015).

Modeli oziroma režimi tanke kapitalizacije se med državami razlikujejo. Razlike se pojavljajo v določenem maksimalnem fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom nad katerim obresti iz naslova posojil niso več priznane kot odbitne. V tem primeru poznamo dve glavni kategoriji, pri katerih velja, da je lahko v fiksno razmerje med dolgom in kapitalom vključen celoten dolg družb ali pa je v to isto fiksno razmerje vključen le dolg do povezanih oseb (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). V Sloveniji na primer velja, da se med dolgove štejejo vsa posojila, ki so prejeta od povezanih oseb in tudi vsa posojila, prejeta od nepovezanih oseb, vključno s posojili bank, za katera jamči povezana oseba (FURS, 2017a, str. 4). Pri izračunu vrednosti kapitala pa se lahko upoštevajo osnovni kapital, kapitalne rezerve, rezerve iz dobička, preneseni poslovni izid (tudi prenesena izguba), revalorizacijske rezerve in rezerve, nastale zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti (Drobež Tomšič, 2017b). Znesek obresti je lahko omejen tudi kot razmerje med obrestmi med eno izmed davčnih ali računovodskih kategorij, ta razmerja pa so med državami, ki uporabljajo ta princip, različna. V praksi so obresti ocenjene v odvisnosti od EBITDA, ki je kazalnik, ki kaže dobiček pred obrestmi, davki, odpisi in amortizacijo (Bobek – Gospodarič, Ivanič & Mrazić, 2015).

Druga pomembna razlika je v obravnavi obresti na posojila, ki se smatrajo za presežna, saj lahko pravila določajo, da je neodbitna zgolj vrednost obresti od presežne vrednosti dolga ali pa je kot neodbitna priznana celotna vrednost obresti iz tega naslova. Poleg tega nekatere države dopuščajo tudi možnost, da se takšna presežna posojila prekvalificirajo v dividende, ki pa imajo manj ugodne davčne posledice (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).

Razlike nastajajo tudi pri tem kako stroge so države pri izvršbi določil, ki urejajo področje tanke kapitalizacije. V nekaterih državah pravila sprožijo avtomatično nepriznavanje presežnih obresti, druge pa dovoljujejo, da se presežek dolga upraviči s primerjalno analizo,

v kateri se primerja stanje dolga v podobnih nepovezanih družbah in tako postopajo v skladu z neodvisnim tržnim načelom (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).

Aktualna pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije so povzeta v tabeli 3.

Tabela 3: Pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije

Država	Pristop	Pravila tanke kapitalizacije
Avstrija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Subjektivni pristop	Avstrijsko davčno pravo ne opredeljuje pravil o tanki kapitalizaciji, načeloma pa se pri posojilih od povezanih oseb uporablja neodvisno tržno načelo, kar pomeni, da je ustrezno razmerje med kapitalom in dolgom odvisno od vsakega primera posebej.
Belgija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Razmerje obresti v EBITDA	Do leta 2020 je Belgija uporabljala fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 5:1, ki bo veljalo le še za plačila obresti v davčne oaze. Sicer pa za posojila od leta 2020 naprej velja, da bodo presežne obresti odbitne le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 3.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Bolgarija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom	Bolgarija uporablja fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 3:1. Davčno priznane so obresti v višini 75% pozitivnega izkaza poslovanja družbe (izključujoč prihodke in odhodke iz naslova obresti).
Ciper	Razmerje obresti v EBITDA	Na Cipru velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 3.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Češka	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Razmerje obresti v EBITDA	Češka uporablja fiksno razmerje med dolgom do povezanih oseb in kapitalom 4:1 (6:1 za panoge povezane s finančnimi storitvami). Dodatno je vzpostavljen tudi tako imenovani ATAD test, ki lahko še dodatno omeji višino davčno priznanih obresti do 30% zavezančevega EBITDA ali do 80.000.000 CZK (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Danska	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Razmerje obresti v EBITDA	Danska uporablja fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 4:1. Dodatno velja tudi pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA.
Estonija	Razmerje obresti v EBITDA	Estonsko davčno pravo ne opredeljuje pravil o tanki kapitalizaciji, načeloma pa se z ATAD uveljavlja pravilo, da so obresti davčno priznane do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 3.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).

se nadaljuje

Tabela 3: Pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije (nad.)

Država	Pristop	Pravila tanke kapitalizacije
Finska	Razmerje obresti v EBITDA	Finsko davčno pravo ne opredeljuje pravil o tanki kapitalizaciji, načeloma pa velja, da pravila o omejevanju davčno priznanih obresti veljajo, če skupni finančni odhodki presegajo 500.000 EUR. V tem primeru so davčno priznane obresti na posojila od povezanih oseb do višine 25% zavezančevega EBITDA. Finančni odhodki iz naslova obresti, izhajajoč iz zunanjega zadolževanja, so davčno priznani do višine 3.000.000 EUR. Če ti finančni odhodki že sami po sebi predstavljajo 25% zavezančevega EBITDA, potem obresti iz naslova prejetih posojil od povezanih oseb niso davčno priznani.
Francija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/Razmerje obresti v EBITDA	V Franciji je opredeljevanje davčno priznanih odhodkov iz naslova obresti omejeno z neodvisnim tržnim načelom in preverbo ali plačane obresti povezanim osebam presegajo 25% izračunanega davka od dohodka pravnih oseb. Za zavezance, ki presegajo fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 1,5:1 so davčno priznani odhodki iz naslova obresti na zunanja posojila v višini 30% zavezančevega EBITDA oziroma iz naslova obresti na posojila od povezanih oseb v višini 10% zavezančevega EBITDA.
Grčija	Razmerje obresti v EBITDA	V Grčiji velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 3.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Hrvaška	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom	Hrvaška uporablja fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 4:1.
Irska	Subjektivni pristop	Irsko davčno pravo ne opredeljuje pravil o tanki kapitalizaciji, veljajo pa določene omejitve. Obresti, plačane matični družbi nerezidentki s 75% lastniškim deležem so preoblikovane v dividende in kot take niso prepoznane kot davčno priznani odhodki. Davčno priznani odhodki iz naslova obresti bodo priznani za vse obresti plačane družbam, ki niso rezidentke EU oziroma s katerimi ni podpisan sporazum o izogibanju dvojnemu obdavčenju, če država, ki prejme te obresti, slednje obdavči po stopnji enaki ali višji od 12,5%.
Italija	Razmerje obresti v EBITDA	V Italiji velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA.
Latvija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Razmerje obresti v EBITDA	Za plačila obresti v vrednosti do 3.000.000 EUR velja fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 4:1. Za plačila obresti v vrednosti nad 3.000.000 EUR velja pravilo, da so davčno priznani odhodki in naslova teh obresti v višini 30% zavezančevega EBITDA.

se nadaljuje

Tabela 3: Pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije (nad.)

Država	Pristop	Pravila tanke kapitalizacije
Litva	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/ Razmerje obresti v EBITDA	V Litvi fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 4:1 velja tako za obresti na posojila od povezanih oseb kot za obresti na posojila nepovezanih oseb. Presežne obresti so nepriznane kot odhodki, razen, če družba ne dokaže, da bi isto posojilo pod istimi pogoji dobila tudi od nepovezane družbe. Dodatno velja pravilo, da so davčno priznani odhodki in naslova teh obresti v višini 30% zavezančevega EBITDA.
Luksemburg	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom/Subjektivni pristop	Luksemburško davčno pravo ne opredeljuje pravil o tanki kapitalizaciji. V praksi velja, da davčna uprava uporablja razmerje dolga proti kapitalu 85:15. Če razmerje ni doseženo je presežek obresti lahko tretiran kot prikrito izplačilo dobička.
Madžarska	Razmerje obresti v EBITDA	Na Madžarskem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 939.810.000 HUF (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Malta	Razmerje obresti v EBITDA	Na Malti velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 3.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Nemčija	Razmerje obresti v EBITDA	V Nemčiji velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA. Ta omejitev ne velja, če je skupna vrednost odhodkov iz naslova obresti manj kot 3.000.000 EUR ali ko plačilo obresti povezani osebi ne presega 10% celotnih odhodkov iz naslova obresti.
Nizozemska	Razmerje obresti v EBITDA	Na Nizozemskem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA, pri čemur velja omejitev do višine 1.000.000 EUR.
Poljska	Razmerje obresti v EBITDA	Na Poljskem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA, pri čemur velja omejitev do višine 3.000.000 PLN.
Portugalska	Razmerje obresti v EBITDA	Na Portugalskem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 1.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Romunija	Razmerje obresti v EBITDA	V Romuniji velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 1.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).
Slovaška	Razmerje obresti v EBITDA	Na Slovaškem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 25% zavezančevega EBITDA.
Slovenija	Fiksno razmerje med dolgom in kapitalom	Slovenija uporablja fiksno razmerje med dolgom in kapitalom 4:1 za obresti na posojila od povezanih oseb.
Španija	Razmerje obresti v EBITDA	V Španiji velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA ali do 1.000.000 EUR (uporabljen je višji izmed obeh zneskov).

se nadaljuje

Tabela 3: Pravila tanke kapitalizacije v državah Evropske unije (nad.)

Država	Pristop	Pravila tanke kapitalizacije
Švedska	Razmerje obresti v EBITDA	Na Švedskem velja pravilo, da so obresti davčno priznane le do višine 30% zavezančevega EBITDA, pri čemer velja omejitev do višine 5.000.000 SEK.

Vir: lastno delo, prirejeno po PwC Worldwide Tax Summaries (2020).

Kot razvidno iz tabele 3, je v teoriji izvajanje pravil o tanki kapitalizaciji omejeno na nekaj glavnih pristopov, opisanih v nadaljevanju.

V skladu s subjektivnim pristopom so analizirane prevladujoče okoliščine in pogoji, na podlagi katerih je določeno, ali dolg v resnici predstavlja kapital, pri čemer je lahko uporabljeno načelo vsebine pred obliko (Kaserer, 2008).

V skladu s pristopom fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom je del plačanih obresti na posojila, ki presega določeno fiksno razmerje med dolgom in kapitalom nepriznано pri ugotavljanju odhodkov ali pa so smatrane kot dividende, ki so predmet obdavčitve (Kaserer, 2008). Ko države postopajo v skladu s principom fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom to v praksi pomeni, da, v primeru, ko je razmerje med dolgom in kapitalom 4:1, na 1 EUR kapitala kvalificiranega družbenika določenega v skladu z lokalnimi predpisi so priznani 4 EUR posojila od tega kvalificiranega družbenika (Drobež Tomšič, 2017b).

Razmerje obresti v EBITDA prikazuje finančno sposobnost družbe za ustvarjanje denarnega toka, ki ji omogoča redno plačevanje obresti. V skladu s pristopom razmerja obresti v EBITDA je odbitek stroška iz naslova plačanih obresti lahko razširjen tudi na posojila od nepovezanih oseb (Bobek – Gospodarič, Ivanič & Mrazić, 2015).

Kot je razvidno iz tabele 3 se večina držav članic Evropske unije trenutno poslužuje pristopa po modelu razmerja obresti v EBITDA. Slednje je povsem posledica ukrepov za boj proti agresivnemu davčnemu načrtovanju, ki ga je sprejela Evropska unija (Evropska komisija, 2017). V preteklosti pa je bilo najbolj priljubljeno pravilo za omejevanje prelivanja dobičkov med državami pravilo fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, ki ga trenutno uporablja zgolj peščica držav (Đukić, 2011). Skupni imenovalec, sicer raznolikih pravil, pa je, da želijo države omejiti financiranje povezanih družb s posojili (Bobek – Gospodarič, Ivanič & Mrazić, 2015).

5.6.3 Dokazovanje tržnosti z neodvisnim tržnim načelom

Kljub vsem naštetim pravilom, imajo davčni zavezanci možnost dokazovanja višjih odhodkov iz naslova obresti od tistih predpisanih z varnim pristanom ali drugimi lokalnimi praksami (Drobež Tomšič, 2017b). V praksi je takšno dokazovanje precej zapleteno, prav tako pa ne predstavlja nikakršnega jamstva, da bo pristojna davčna uprava predložene

dokaze sprejela. Iz navedenega sledi, da je dokazovanje tržnosti obrestne mere s pristopom po neodvisnem tržnem načelu velikokrat administrativno zahtevno, varni pristan pa tako ostaja dobro iztočnica za določanje davčno priznanih oziroma nepriznanih odhodkov (Drobež Tomšič, 2017b).

Pri analiza primerljivosti obrestnih mer na posojilo med povezanimi osebami z obrestnimi merami na posojila med nepovezanimi osebami je potrebno upoštevati naslednje faktorje (PwC, 2014):

- vrsta finančne transakcije;
- panoga, v kateri deluje izposojevalec (za panoge, ki so podvržene večjim tveganjem, so običajne višje obrestne mere);
- kreditna ocena izposojevalca (za družbe z nižjo kreditno oceno so običajne višje obrestne mere);
- obdobje vračila glavnice (za daljša obdobja za vračilo glavnice so običajne višje obrestne mere);
- fiksna ali fleksibilna obrestna mera (fleksibilna obrestna mera za posojilodajalca predstavlja manjše tveganje, saj tako določena obrestna mera odraža trenutno stanje na trgu);
- valuta (valute, ki so nagnjene k devalvaciji bodo običajno predmet višjih obrestnih);
- pogodbene možnosti (poplačilo glavnice pred dospelostjo, pretvorba dolga v kapital, in podobno);
- glavno in podrejena posojila (navedeno se nanaša na prioriteto vračanje glavnice – glavno posojilo mora biti poplačano pred podrejenimi posojili);
- zavarovanja in garancije (prisotnost slednjih običajno zmanjša obrestno mero na posojila).

Novo smernice o transfernih cenah s področja finančnih transakcij podrobneje opisujejo možne metode za določanje ustreznosti višine obrestne mere, med katerimi so (OECD, 2020, str. 20-22):

- metoda primerljivih prostih cen,
- analiza stroškov pridobljenih denarnih sredstev,
- analiza kreditnega tveganja,
- ekonomsko modeliranje in
- primerjave s sklepi bank.

Glede na razširjenost posojilnih trgov in analiz slednjih je metodo primerljivih prostih cen morda lažje uporabiti v primeru finančnih transakcij kot v katerikoli drugi transakciji med povezanimi osebami. Primerljivke so lahko notranje, v primeru, da ima družba sklenjena posojila tudi z nepovezanimi osebami ali zunanje, če so druge družbe izposojevalke po karakteristikah posojila in kreditni oceni primerljive s testirano (OECD, 2020, str. 20-21).

V odsotnosti primerljivih transakcij je kot alternativa lahko uporabljena analiza stroškov sredstev, pri kateri je predmet obravnave strošek, ki ga ima posojilodajalec s financiranjem plus stopnja dobička, ki načeloma vključuje tudi mejni strošek kapitala. Problem omenjenega pristopa je, da posojilodajalec ne bi bil naklonjen k tej metodi, če bi pri alternativni metodi lahko prišel do ugodnejših pogojev (OECD, 2020, str. 21).

Pri analizi kreditnega tveganja je analizirana premija za tveganje, povezana s posojili med povezanimi osebami. Izzivi z omenjenim pristopom so v visoki volatilnosti finančnih instrumentov, kar lahko vpliva na zanesljivost ocene kreditnega tveganja (OECD, 2020, str. 21).

V določenih panogah se za določanje obrestnih mer na posojila med povezanimi osebami zanašajo na ekonomske modele, v katerih oblikujejo obrestno mero, ki služi kot približek tisti obrestni meri, ki je v skladu z neodvisnim tržnim načelom. Izračun obrestne mere je narejen v kombinaciji z ne tvegano obrestno mero in številnimi premijami, povezanimi z različnimi karakteristikami posojila kot so privzeto tveganje, likvidnostno tveganje, pričakovana inflacija ali dospelost posojila (OECD, 2020, str. 21).

V določenih okoliščinah lahko davčni zavezanci ustreznost aplicirane obrestne mere poizkušajo dokazati s pisnimi mnenji bank, da bi tudi nepovezani osebi pod istimi ali podobnimi pogoji lahko sklenili posojilo po takšni obrestni meri. Tak pristop ne bazira na primerjavi z dejansko transakcijo, zato je v praksi le težko sprejet kot ustrezen (OECD, 2020, str. 22). Dokazila, da bi se kot davčno priznani odhodek priznal odhodek iz naslova obresti višji vključujejo predpogodbo ali sklep banke ali druge nepovezane osebe, posojilno pogodbo banke ali druge nepovezane osebe, ali drugo ustrezno dokazilo. Iz vseh navedenih dokumentov mora izhajati, da so pogoji transakcij enaki ali podobni ter izhajajo iz istega časovnega obdobja, transakcija pa se je morala tudi dejansko zgoditi (OECD, 2020, str. 22). Administrativna zahtevnost omenjenega pristopa se jasno kaže v tem, da je trenutna metodologija usmerjena v preučevanje vsakega posojilnega razmerja in na podlagi tega strniti zaključke o tem kakšni naj bi bili tržni pogoji za odobritev posojila (Turner, 2017).

6 ANALIZA VZORCA MEDNARODNIH SKUPIN DRUŽB

6.1 Opredelitev problema in metodologija

Empirične študije dokazujejo, da je kapitalska struktura družb občutljiva na razlike v mednarodnem obdavčenju, a je občutljivost razmerja med dolgom in kapitalom prisotna tako pri mednarodnih družbah kot pri družbah, ki poslujejo zgolj lokalno. V obeh primerih je namreč zaradi davčnega ščita bolj pogosto financiranje z dolgom (Buettner & Wamser, 2007).

V analizi, v nadaljevanju predstavljenega, vzorca mednarodnih skupin družb sem občutljivost kapitalske strukture družb na razlike v mednarodnem obdavčenju prikazala z

namenom ugotovitve, kaj k izbiri lastniškega oziroma dolžniškega financiranja bolj motivira mednarodne skupine družb – omejevalni ukrepi tanke kapitalizacije ali izkoriščanje davčnega štita. Namen prikaza povezave med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja oziroma kazalnikom finančnega vzvoda je bil ugotoviti, ali je nagnjenost k davčni optimizaciji preko posojil med povezanimi osebami povezana z različnimi instituti tanke kapitalizacije.

6.1.1 Vzorec

Za namene svojega magistrskega dela sem si izbrala naslednjih šest mednarodnih skupin družb iz različnih panog:

- skupina Krka (z matično družbo v Sloveniji), ki deluje predvsem na področju razvoja, proizvodnje, trženja in prodaje zdravil na recept in farmacevtskih izdelkov brez recepta (Krka, 2020);
- skupina ABB (z matično družbo v Švici), ki deluje na področju elektrifikacije, industrijske avtomatizacije, proizvodnje pogonov in motorjev, robotike in diskretne avtomatizacije ter električnih omrežij (ABB, brez datuma);
- skupina Microsoft (z matično družbo v Združenih državah Amerike), ki v glavnem deluje na področju razvoja, izdelovanja, licenciranja, podpore in prodaje računalniške programske opreme, osebnih računalnikov in sorodnih storitev (Microsoft, 2020);
- skupina H&M (z matično družbo na Švedskem), ki deluje na področju maloprodaje modnih oblačil (H&M, 2020);
- skupina A.P. Moller – Maersk (z matično družbo na Danskem), ki deluje kot integrirana transportna in logistična družba, predvsem na področju kontejnerskega prevoza in pristanišč (A.P. Moller – Maersk, brez datuma);
- skupina Philip Morris International (z matično družbo v Združenih državah Amerike), ki deluje predvsem kot proizvajalec in distributer cigaret in tobaka (Philip Morris International, 2020).

Namen analize je bil pokazati obstoj in jakost povezave med različnimi pravili glede tanke kapitalizacije in kapitalsko strukturo družb v državah članicah Evropske unije. Družbe, predstavnice različnih panog in držav, sem si izbrala z namenom opazovanja morebitnih panožnih posebnosti, ki bi lahko vplivale na takšno ali drugačno politiko financiranja posameznih družb. Izbrala sem panoge, ki so si med seboj čimbolj raznolike in na ta način pokrila široko področje poslovanja, od storitvenih do proizvodnih dejavnosti. Dotične skupine družb znotraj panog sem izbrala, ker gre za vodilne oziroma ene izmed vodilnih mednarodnih skupin v posamezni panogi, so na trgu že dodobra uveljavljene in kot take že dalj časa izpostavljene mednarodnemu davčnemu okolju, ki se mu posledično lahko tudi prilagajajo. Z namenom prikaza gibanja in sprememb v strukturi financiranja sem za analizo uporabila večletne podatke. Podatki so neprekinjeno razpoložljivi šele od leta 2011 naprej,

za leto 2019 pa v času opravljanja analize, še niso bili na voljo, zato je bilo uporabljeno obdobje od 2011 do 2018.

Na tej točki je potrebno poudariti, da izbran vzorec ni naključen in kot tak ne omogoča generalizacije. Prav tako ni mogoče povsem z gotovostjo trditi, da so izbrane skupine optimalni predstavniki mednarodnih družb z vidika reprezentabilnosti populacije mednarodnih podjetij, ki nakazujejo na takšen ali drugačen trend v zvezi s financiranjem poslovanja.

Za kvantificiranje učinkov sem uporabila nekaj računovodskih kazalnikov. Ti se po vsebini delijo na kazalnike financiranja, investiranja, finančne sestave, obračanja, gospodarnosti, dobičkonosnosti, dohodkovnosti in denarne tokovnosti. Uporabljajo se za spremljanje uspešnosti družb, družbinih razmerij do tretjih oseb in družbine stroškovne učinkovitosti (Bajuk Mušič, 2015). Za namene magistrskega dela sem se osredotočila na kazalnike financiranja, podrobneje na stopnjo lastniškosti financiranja, stopnjo dolžniškosti financiranja in kazalnik finančnega vzvoda. Ti kazalniki prikazujejo kapitalsko strukturo družb, katere gibanje v povezavi z zakonsko določenimi davčnimi stopnjami, sem opazovala skozi izbrano obdobje. S pomočjo izračunov vrednosti navedenih kazalnikov sem lahko sklepala o tem, ali družbe izkoriščajo prednosti višjega davčnega ščita v državah z višjo stopnjo obdavčitve oziroma ali jih pri presežnem zadolževanju uspešno omejuje institut tanke kapitalizacije.

6.1.2 Postopek analize vzorca

Za izračun kazalnikov sem uporabila finančne podatke o posameznih družbah znotraj mednarodnih skupin družb iz območja Evropske unije, ki sem jih pridobila s pomočjo orodja TP Catalyst družbe Bureau van Dijk, ki temelji na bazi podatkov potrebnih predvsem za analize povezane z določanjem ustreznih transfernih cen. Podatki, ki so na voljo v orodju TP Catalyst, omogočajo primerljivost družb pri ugotavljanju, ali družbe poslujejo v skladu z neodvisnim tržnim načelom prav tako pa omogoča podroben vpogled v finančne podatke družb v globalnem merilu (Bureau van Dijk, 2018). To bazo sem uporabila, ker je med družbami, zunanjimi svetovalci družb in davčnimi upravami, uveljavljena kot zanesljiv vir za vrsto analiz, med katerimi so tudi analize stanja dolga v družbah.

Mednarodne skupine družb se oblikujejo z vstopom lokalne družbe na izbrani tuji trg. Družbe lahko na tuje trge vstopajo preko izvoznih oblik, pogodbenih oblik ali pa investicijskih oblik, prodor na tuji trg pa je pogosto tudi kar preko ustanovitve nove lokalne družbe izven meja svoje domače države (Šenk – Ileršič, 2013, str. 24). Ker so z ustanovitvijo družbe v tujini povezani visoki stroški, prav tako pa za družbo ustanoviteljico proces ustanavljanja lahko predstavlja veliko administrativno breme, koristi od ustanovitve pa so lahko premajhne, da te odtehtajo, niso vse mednarodne družbe prisotne v vseh državah sveta. Za območja, kjer izbrane mednarodne skupine družb ne poslujejo na način, ki bi jih zavezoval k poročanju v skladu z lokalnimi ali mednarodnimi računovodskimi standardi,

finančni podatki takih družb niso na voljo v bazi orodja TP Catalyst. Za dotične namene so tako iz nadaljnje analize izključeni Ciper, Litva, Luksemburg in Malta, saj za družbe iz navedenih držav ni bilo moč pridobiti zadostne količine podatkov za kvalitetno analizo. Povprečne vrednosti kazalnikov na letni ravni so izračunane na podlagi vrednosti šestih družb, razen v redkih primerih, ko družba ni lokalno prisotna ali manjkajo podatki za posamezno leto.

V bazi orodja TP Catalyst sem zbrala vse posamične družbe znotraj izbranih mednarodnih skupin, za katere so bili podatki na voljo, pri čemer sem za namene izračuna računovodskih kazalnikov, uporabila naslednje računovodske kategorije:

- sredstva,
- lastniški kapital delničarjev,
- obveznosti do virov sredstev,
- kapital in
- dolg.

Lastniški kapital delničarjev predstavlja presežek sredstev nad obveznostmi do virov sredstev, ki je lahko namenjen izplačilu dividend lastnikom kapitala. V primeru, da dividende niso izplačane, so te prekvalificirane v zadržane dobičke (Hayes, 2020). Lastniški kapital delničarjev analitikom finančnih podatkov na naveden način podaja preprost vpogled v finančno zdravje družbe. Če je vrednost lastniškega kapitala delničarjev pozitivna, ima družba na razpolago dovolj sredstev, da pokrije obveznosti do virov sredstev. Če pa je vrednost lastniškega kapitala delničarjev negativna in obveznosti družbe presegajo sredstva, pa lahko slednje, na dolgi rok, vodi v insolventnost (Hayes, 2020). Ne glede na zgovornost vrednosti lastniškega kapitala delničarjev, pa je za natančnejšo oceno finančnega zdravja družbe potrebno analizirati še druge postavke, med katerimi sta zagotovo kapital in dolg, podrobneje opredeljena v nadaljevanju.

6.2 Rezultati

Na podlagi računovodskih kategorij, predstavljenih predhodno, sem izračunala stopnjo lastniškosti financiranja, stopnjo dolžniškosti financiranja in kazalnik finančnega vzvoda. Vrednosti stopenj lastniškosti financiranja in kazalnikov finančnega vzvoda, ki sta podrobneje razdelana, so agregirane na nivo držav preko izračuna povprečne stopnje lastniškosti financiranja in povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda družb, prisotnih v posamezni državi. Izračun stopenj in kazalnikov omogoča relativno primerjavo kapitalske strukture med sicer različno velikimi družbami. Ker so si takšne vrednosti med seboj enakovredne, je izračun aritmetične sredine pokazal povprečno stanje, značilno za družbe v posamezni državi. Z namenom opazovanja vpliva osamelcev na povprečne vrednosti kazalcev, sem med družbami v posamezni državi izračunavala tudi mediane. Ker se strukture celotnega dolga posamezne družbe lahko med seboj razlikujejo in so sestavljene iz kratkoročnih ali dolgoročnih posojil in pa tudi prilivov in odlivov sredstev iz naslova

systema cash pool, lahko količina dolga iz leta v leto fluktuirata tudi zaradi različnih dospelosti posojil. Merjenje povezave med posamičnimi vrednostmi stopenj lastniškosti financiranja oziroma kazalnika finančnega vzvoda in davčnimi stopnjami bi zato prikazovalo rezultate, ki bi lahko vodili v napačna sklepanja.

Preko koeficienta korelacije (r_{xy}) sem nato ugotavljala povezavo med povprečno stopnjo lastniškosti financiranja oziroma povprečno vrednostjo kazalnika finančnega vzvoda družb v posamezni državi in veljavno davčno stopnjo v posameznem letu. Slednje je bilo ključno za razumevanje povezave med različnimi davčnimi predpisi in kapitalsko strukturo družb ter ali je slednja posledica aktivnosti, povezanih z davčno optimizacijo.

6.2.1 Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije

Pearsonov koeficient korelacije meri moč in smer linearne povezanosti med dvema spremenljivkama. Razmerje med spremenljivkama se običajno prikaže na razsevnem diagramu, vrednost Pearsonovega koeficienta korelacije pa se lahko nahaja med -1 in 1. Predznak plus nakazuje na pozitivno povezavo med spremenljivkama, predznak minus pa na negativno povezavo med spremenljivkama (Rumsey, 2020). Za natančnejše tolmačenje sem uporabila spodnjo lestvico (Rumsey, 2020):

- 0,00 – ni povezanosti;
- 0,01-0,19 – neznatna povezanost;
- 0,20-0,39 – šibka povezanost;
- 0,40-0,69 – zmerna povezanost;
- 0,70-0,89 – močna povezanost;
- 0,90-0,99 – zelo močna povezanost;
- 1,00 – popolna povezanost.

Za kvantifikacijo moči in smeri povezave sem le-to merila tudi s Spearmanovim koeficientom korelacije. Predvsem z vidika osamelcev med podatki je ta namreč občutljivejši od Pearsonovega koeficienta in daje natančnejše rezultate, saj ne meri zgolj linearne povezanosti (Statutor, 2020). Pri tolmačenju Spearmanovega koeficienta sem prav tako uporabila predhodno navedeno lestvico.

Države sem v nadaljevanju združila v štiri različne skupine, glede na prevladujoča aktualna pravila o tanki kapitalizaciji. Države so ločene med tiste, ki postopajo v skladu s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom, na tiste, ki postopajo v skladu z pravilom razmerja med obrestmi in EBITDA (znotraj te skupine so države ločene na tiste, ki imajo nižje davčne stopnje in tiste, ki imajo višje davčne stopnje) ter na tiste, ki uporabljajo obe pravili. Države so po tem principu razdeljene z namenom opazovanja različnih jakosti povezav med davčnimi stopnjami in kapitalsko strukturo družb, ki delujejo v državah z različnimi režimi tanke kapitalizacije. Na tej točki želim poudariti, da ima v praksi na financiranje družb vpliv še mnogo drugih dejavnikov, ki jih je potrebno analizirati vzporedno

z davčnimi predpisi, dotični izračuni pa merijo zgolj povezavo med davčno stopnjo in omenjenimi kazalniki. Pričakovati je negativno korelacijo med stopnjo obdavčitve in stopnjo lastniškosti financiranja ter pozitivno korelacijo med stopnjo obdavčitve in vrednostjo kazalnika finančnega vzvoda. V primeru, da je institut tanke kapitalizacije učinkovit, bi morali biti obe navedeni povezavi šibkejše narave.

V skladu z navedenim, sem koeficient korelacije med stopnjo obdavčitve v posameznem letu (x) in povprečno stopnjo lastniškosti financiranja oziroma povprečno vrednostjo kazalnika finančnega vzvoda družb v posamezni državi v posameznem letu (y), testirala na podlagi sledečih hipotez:

- ničelna hipoteza $H_0: r_{xy} = 0$
- alternativna hipoteza $H_1: r_{xy} \neq 0$.

S pomočjo t-testa sem izračunala stopnjo značilnosti (p). Ob primerjavi stopnje značilnosti (p) s stopnjo značilnosti (α), sem sklepala o statistični značilnosti koeficienta in ustrezno zavrnila ničelno hipotezo, kjer je bilo to potrebno.

6.2.2 Stopnja lastniškosti/dolžniškosti financiranja

Kapital družbe predstavlja preostanek sredstev po odštetju vseh njenih dolgov. Predstavlja tista sredstva, ki so bila v družbo vplačana s strani ustanoviteljev ali lastnikov. Vrednost kapitala se povečuje, če družba pri poslovanju ustvarja dobiček in obenem lahko tudi zmanjšuje, saj uspešno poslovanje omogoča izplačilo dividend. Vrednost kapitala se lahko zmanjšuje tudi zaradi negativnega poslovanja družbe (Juršev, Keramat & Vuković, 2019). Celotni kapital družbe je sestavljen iz več postavk in sicer vpoklicanega kapitala, kapitalskih rezerv, rezerv iz dobička, čistega dobička ali čiste izgube, revalorizacijskih rezerv, in presežkov iz revalorizacije. Ker kapital predstavlja lastniško financiranje družbe, je ta tudi najpomembnejša kategorija računovodskih izkazov (Juršev, Keramat & Vuković, 2019).

Stopnja lastniškosti financiranja prikazuje koliko sredstev je družba ustvarila z lastniškim kapitalom. Služi tudi kot indikator o finančni stabilnosti družbe na dolgi rok (Corporate Finance Institute, 2020b).

$$\text{Stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (2)$$

Kot je razvidno iz enačbe (2), je mogoče stopnjo lastniškosti financiranja izračunati kot kvocient med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev (Slovenski inštitut za revizijo, 2016). Bližje kot je stopnja lastniškosti financiranja vrednosti 1 (ali 100% v primeru pretvorbe v odstotke), več sredstev je bilo financiranih s strani lastniškega kapitala in ne dolga (Corporate Finance Institute, 2020c). Višje vrednosti stopnje lastniškosti financiranja naj bi dosegale družbe v državah z nižjo obdavčitvijo in obratno (Fatica, Hemmelgarn & Nicodème, 2013).

Kapital so torej lastni viri sredstev, ki predstavljajo obveznosti do lastnikov, viri sredstev, ki predstavljajo obveznosti do upnikov, pa so dolgovi. V ožjem pomenu so slednji lahko finančni ali poslovni. Pri finančnih dolgovih gre za najemanja posojil in drugih denarnih sredstev, poslovni dolgovi pa se pojavijo ob prejemu blaga ali storitev ali drugih obveznosti izhajajoč iz različnih pogodbenih razmerij (Vukovič, 2019).

$$\text{Stopnja dolžniškosti financiranja} = \frac{\text{Dolgovi}}{\text{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (3)$$

Kot je razvidno iz enačbe (3), je mogoče stopnjo dolžniškosti financiranja izračunati kot kvocient med dolgovi in obveznostmi do virov sredstev (Slovenski inštitut za revizijo, 2016). Bližje kot je stopnja dolžniškosti financiranja vrednosti 1, večjo vrednost sredstev je družba financirala z uporabo dolga (Corporate Finance Institute, 2020b). Višje vrednosti stopnje dolžniškosti financiranja naj bi dosegale družbe z višjo obdavčitvijo in obratno (Fatica, Hemmelgarn & Nicodème, 2013).

Glede na to, da se stopnja lastniškega financiranja in stopnja dolžniškega financiranja med seboj dopolnjujeta, v nadaljevanju tolmačim pomembnejša opažanja le z vidika stopnje lastniškega financiranja. V prilogi 1 se nahajajo vsi izračuni stopenj lastniškosti financiranja, v prilogi 2 pa vsi izračuni stopenj dolžniškosti financiranja.

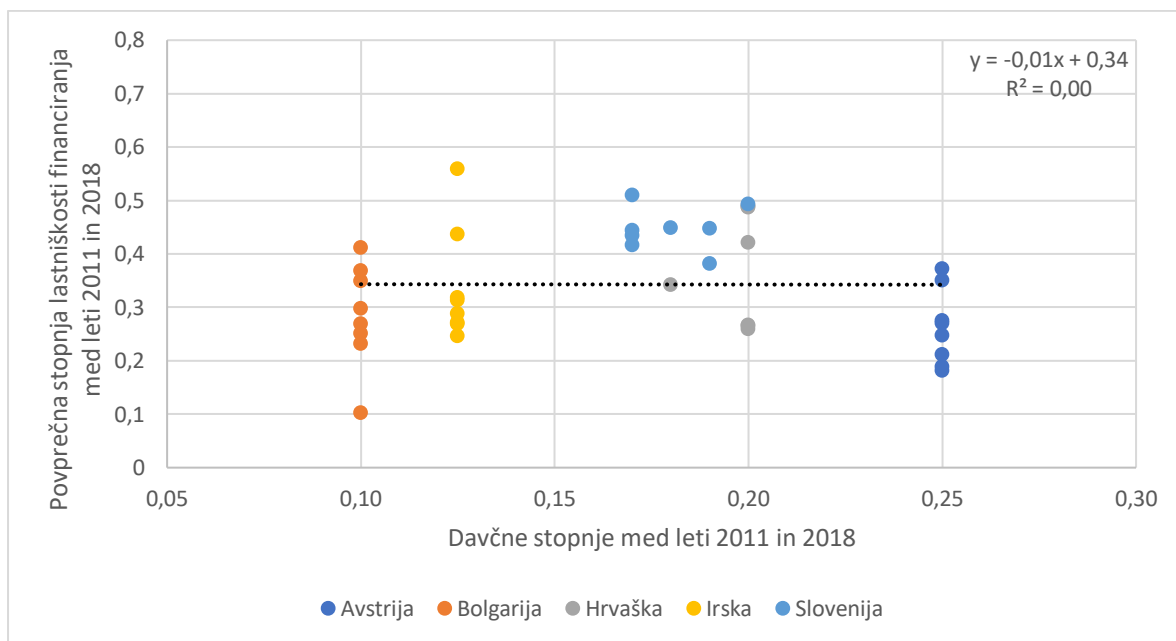
Legenda vseh sledečih slikovnih prikazov prikazuje barvo, ki je vsaki izmed držav na prikazu dodeljena, vsaka izmed točk iste barve pa predstavlja kombinacijo med davčno stopnjo in povprečno stopnjo lastniškosti financiranja v posameznem letu.

Slika 1 prikazuje kombinacijo davčne stopnje v posameznem letu in povprečne stopnje lastniškosti financiranja družb med leti 2011 in 2018 v državah, ki pri opredeljevanju tanke kapitalizacije družb v zakonodajnih določbah ali praksi, operirajo s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom. Mednje spadajo Avstrija, Bolgarija, Hrvaška, Irska in Slovenija. Povprečne stopnje lastniškosti financiranja v teh državah se gibljejo med 0,26 v družbah v Avstriji in 0,45 v družbah v Sloveniji, kar pomeni, da družbe v tej skupini držav svoje poslovanje iz lastniških virov financiranja financirajo v 26% - 45%, preostali delež pa je financiran iz dolžniških virov financiranja. Vrednost mediane stopenj lastniškosti financiranja v posamezni državi je najnižja v Avstriji in sicer 0,22, kar pomeni, da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 22% financirala z lastniškimi viri. Najvišjo vrednost mediane dosegajo družbe na Hrvaškem in sicer 0,43, kar pomeni da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 43% financirala z lastniškimi viri.

Tabela 4 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom. Koeficient znaša -0,003, kar pomeni, da povezave med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav ni. Enako prikazuje tudi Spearmanov koeficient -0,008. Ker je v obeh primerih

$p > \alpha$, rezultata na nivoju tega vzorca ne morem posplošiti na nivo populacije, saj je koeficient statistično neznačilen.

Slika 1: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom



Vir: lastno delo.

Tabela 4: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	-0,003	-0,008
Število opazovanj	40	40
Dvostranski t-test	0,019	0,049
Stopinje prostosti	38	38
Stopnja značilnosti - p	0,988	0,961
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	ne	ne

Vir: lastno delo.

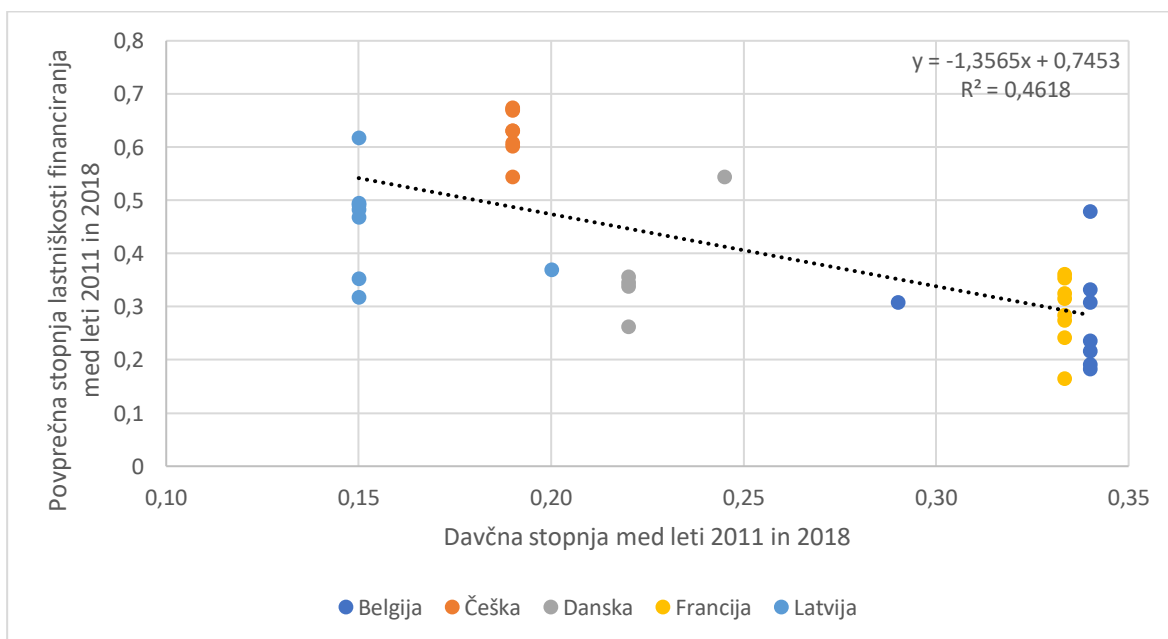
Nekatere države pri opredeljevanju tanke kapitalizacije družb v zakonodajnih določbah ali praksi uporabljajo tako princip fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom kot princip razmerja obresti v EBITDA. Slika 2 prikazuje kombinacijo davčne stopnje in povprečne stopnje lastniškosti financiranja med leti 2011 in 2018 v Belgiji, na Češkem, Danskem, v Franciji in Latviji.

Povprečna stopnja lastniškosti financiranja v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA se giblje med 0,28 v družbah v Belgiji

in 0,63 v družbah na Češkem, kar pomeni, da družbe v teh državah svoje poslovanje iz lastniških virov financiranja financirajo v med 28% in 63%, preostal delež pa je financiran iz dolžniških virov financiranja. Vrednost mediane stopenj lastniškosti financiranja v posamezni državi je najnižja v Belgiji in sicer 0,15, kar pomeni, da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 15% financiralo z lastniškimi viri. Najvišjo vrednost mediane dosegajo družbe na Češkem in sicer 0,68, kar pomeni da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 68% financiralo z lastniškimi viri.

Tabela 5 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA. Koeficient znaša -0,680, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav zmerna in negativna. Enako prikazuje tudi Spearmanov koeficient -0,682. V obeh primerih je $p < \alpha$, zato lahko rezultata na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient statistično značilen. V skladu s tem lahko sprejem alternativno hipotezo, kar potrjuje zmerno negativno povezavo med davčnimi stopnjami in stopnjami lastniškosti financiranja pri družbah v državah, ki so v prehodnem obdobju in uporabljajo tako pravilo o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom kot tudi pravilo o razmerju obresti v EBITDA.

Slika 2: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA



Vir: lastno delo.

Tabela 5: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA

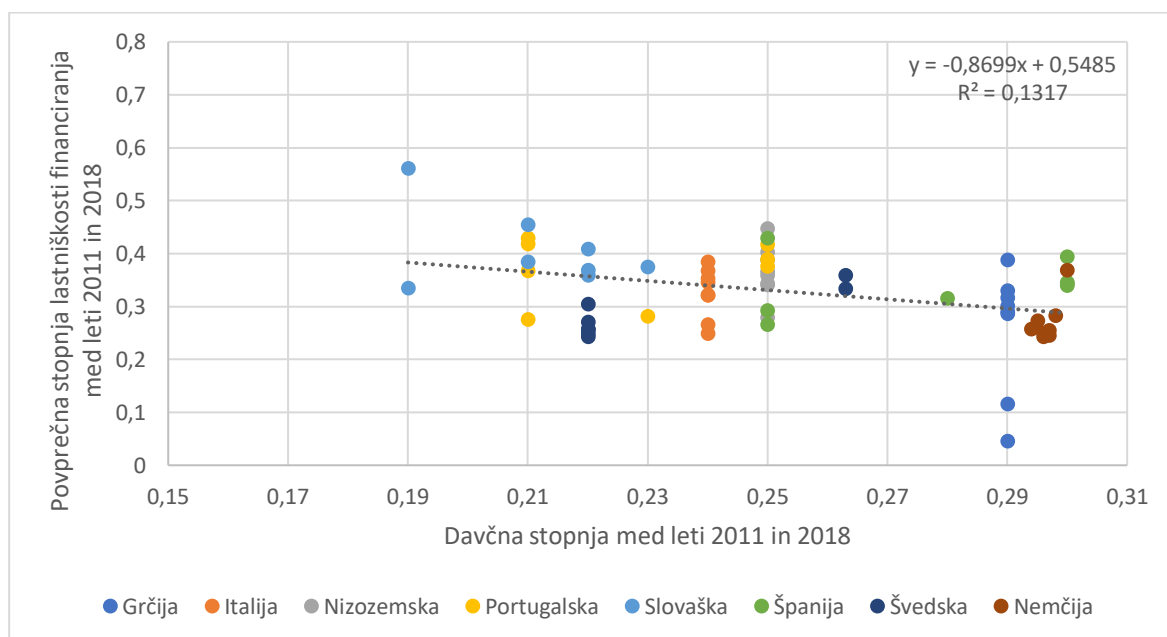
	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	-0,680	-0,682
Število opazovanj	37	37
Dvostranski t-test	5,480	5,510
Stopnje prostosti	35	35
Stopnja značilnosti - p	0,000	0,000
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	da	da

Vir: lastno delo.

Kombinacija davčne stopnje in povprečne stopnje lastniškosti financiranja družb v državah, ki se poslužujejo principa razmerja obresti v EBITDA in imajo v povprečju višje stopnje obdavčitve z davkom od dohodka pravnih oseb, je prikazana na sliki 3. Mednje spadajo Grčija, Italija, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija in Švedska, ki imajo davčne stopnje za obdavčitev dohodka od pravnih oseb nad 20%. Stopnje lastniškosti financiranja teh državah se v povprečju gibljejo med 0,26 v družbah v Grčiji in 0,41 v družbah na Slovaškem, kar pomeni, da družbe v teh državah svoje poslovanje iz lastniških virov financiranja financirajo v 26% - 41%, preostal delež pa je financiran iz dolžniških virov financiranja. Ekstremno nizke vrednosti povprečne stopnje lastniškosti financiranja so dosegale družbe v Grčiji, kar lahko pripišemo finančni krizi, stagnaciji gospodarstva in posledično ohlajanju investicijske klime v državi. V primeru družb iz območja Grčije, lahko opazujemo postopno izboljšanje stanja. V 2011 so analizirane lokalne družbe v Grčiji namreč svoje poslovanje v zgolj 5% financirale z lastniškimi viri, do leta 2018 pa se je ta odstotek povečal na 39%, kar nakazuje na premik k manj tveganemu poslovanju teh družb. Vrednost mediane stopenj lastniškosti financiranja v posamezni državi je najnižja v Italiji in sicer 0,22, kar pomeni, da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 22% financiralo z lastniškimi viri. Najvišjo vrednost mediane dosegajo družbe na Slovaškem in sicer 0,41, kar pomeni da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 41% financiralo z lastniškimi viri.

Tabela 6 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah pravilom o razmerju obresti v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve. Koeficient znaša -0,363, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav šibka in negativna. Enako prikazuje tudi Spearmanov koeficient -0,248. V obeh primerih je $p < \alpha$, zato lahko rezultata na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient statistično značilen. V skladu s tem lahko prav tako sprejememo alternativno hipotezo, kar potrjuje šibko negativno povezavo med davčnimi stopnjami in stopnjami lastniškosti financiranja pri družbah v državah, ki uporabljajo pravilo o razmerju obresti v EBITDA in imajo višje stopnje obdavčitve.

Slika 3: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve



Vir: lastno delo.

Tabela 6: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in stopnje lastniškosti financiranja v državah pravilom o razmerju obresti v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve

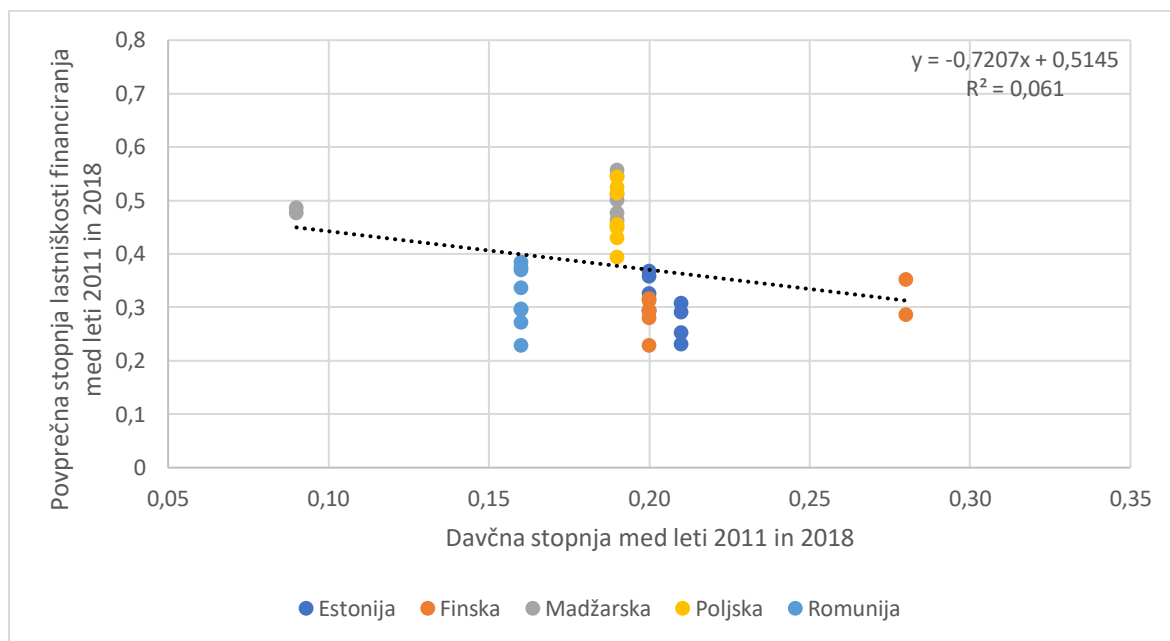
	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	-0,363	-0,248
Število opazovanj	64	64
Dvostranski t-test	3,067	2,019
Stopnje prostosti	62	62
Stopnja značilnosti - p	0,003	0,048
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	da	da

Vir: lastno delo.

Kombinacija davčne stopnje in povprečne stopnje lastniškosti financiranja družb v državah, ki se poslužujejo principa razmerja obresti v EBITDA in imajo nižje stopnje obdavčitve z davkom od dohodka pravnih oseb, pod in vključno 20%, pa so prikazane na sliki 4. Mednje spadajo Estonija, Finska, Madžarska, Poljska in Romunija. Povprečna stopnja lastniškosti financiranja se giblje med okoli 0,30 v družbah v Estoniji ter na Finskem in 0,50 v družbah na Madžarskem, kar pomeni, da družbe v teh državah svoje poslovanje iz lastniških virov financiranja financirajo v 30% - 50%, preostali delež pa je financiran iz dolžniških virov financiranja. Vrednost mediane stopenj lastniškosti financiranja v posamezni državi je najnižja v Romuniji in sicer 0,27, kar pomeni, da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 27% financirala z lastniškimi viri. Najvišjo vrednost mediane

dosegajo družbe na Madžarskem in sicer 0,64, kar pomeni da je polovica družb v opazovanih letih svoje poslovanje v do vključno 64% financirala z lastniškimi viri.

Slika 4: Korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve



Vir: lastno delo.

Tabela 7: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in stopnje lastniškosti financiranja v državah pravilom o razmerju obresti v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	-0,247	-0,419
Število opazovanj	40	40
Dvostranski t-test	1,572	2,846
Stopnje prostosti	38	38
Stopnja značilnosti - p	0,124	0,007
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	ne	da

Vir: lastno delo.

Tabela 7 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in stopenj lastniškosti financiranja v državah s pravilom o razmerju obresti v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve. Koeficient znaša -0,247, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav šibka in negativna. Spearmanov koeficient -0,419 pa prikazuje zmerno negativno korelacijo. V primeru izračuna Pearsonovega koeficienta korelacije je $p > \alpha$, zato rezultata na nivoju tega vzorca ne morem posplošiti na nivo populacije, saj je koeficient v primeru preučevanja linearne povezanosti med

spremenljivkami statistično neznačilen. Nasprotno, je v primeru izračuna Spearmanovega koeficienta korelacije $p < \alpha$, kar pomeni, da rezultat na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient v primeru nelinearne povezanosti statistično značilen. V skladu s tem lahko sprejemem alternativno hipotezo, kar potrjuje šibko negativno in nelinearno povezavo med davčnimi stopnjami in stopnjami lastniškosti financiranja pri družbah v državah, ki uporabljajo pravilo o razmerju obresti v EBITDA in imajo nižje davčne stopnje.

Primerjajoč analizirane družbe iz vseh držav, med tiste, ki v povprečju najmanj posegajo po lastniških virih financiranja spadajo Avstrija, Grčija, Nemčija, Švedska, Belgija, Bolgarija in Francija. Primerjajoč vrednosti mediane, med tiste z najnižjimi vrednostmi spadajo Belgija, Francija, Avstrija, Italija, Nizozemska, Švedska in Grčija. Povprečne stopnje in mediane lastniškosti financiranja teh držav so pod 30%. Nasprotno pa so države, ki največ posegajo po lastniških virih financiranja Češka, Madžarska, Poljska, Slovenija, Slovaška in Latvija. Primerjajoč vrednosti mediane, med tiste z najvišjimi vrednostmi spadajo Češka, Madžarska, Latvija, Hrvaška, Poljska in Slovaška. Povprečne stopnje in mediane lastniškosti financiranja teh držav so nad 41%.

Korelacije med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja so v vseh primerih negativne, jakosti pa so različne. Najšibkejša statistično značilna korelacija je bila izračunana v primeru držav s pravilom o razmerju obresti v EBITDA in višjimi davčnimi stopnjami, najmočnejša pa v primeru držav, ki uporabljajo tako pravilo o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom kot pravilo o razmerju obresti v EBITDA. Šibkejše povezave nakazujejo na morebitno učinkovitost instituta tanke kapitalizacije. Statistična neznačilnost Pearsonovega koeficienta korelacije v primeru držav s pravilom o razmerju obresti v EBITDA in nižjimi davčnimi stopnjami, kar nakazuje, da lahko sklepamo o povezavi, a ne linearni. Statistična neznačilnost Pearsonovega in Spearmanovega koeficienta v primeru držav s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom pa je v skladu s pričakovanji, saj oba koeficienta nakazujeta, da med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja ni, kar pa je povsem v nasprotju s teoretičnimi in empiričnimi dognanji. V primeru, da povezave ne bi bilo, ne bi obstajala niti potreba po predhodno predstavljenih omejevalnih ukrepih.

6.2.3 Kazalnik finančnega vzvoda

Za okrepitev predstave o strukturi financ posamezne družbe sem izračunavala še kazalnik finančnega vzvoda. Premišljena zadolženost lahko pozitivno vpliva na poslovanje družb. Kazalnik finančnega vzvoda prikazuje koliko denarnih enot dolga ima družba na enoto kapitala. Pri nekaterih kazalnikih, kot je na primer stopnja dobičkonosnosti, družbe stremijo k čim večjim stopnjam, pri kazalniku finančnega vzvoda pa je potrebno najti ustrezno razmerje (Gallo, 2015). Poleg že zgoraj omenjenih računovodskih kategorij in kazalnikov, je tudi kazalnik finančnega vzvoda eden tistih, ki predvsem bankirjem in investitorjem pomaga pri odločanju o financiranju družbe, saj želijo pridobiti informacije o tem, ali je

družba sposobna ustvarjati prihodke, dobičke in pritek denarja, da pokrije svoje stroške (Gallo, 2015).

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda} = \frac{\text{Dolgovi}}{\text{Kapital}} \quad (4)$$

Kot je razvidno iz enačbe (4), je mogoče kazalnik finančnega vzvoda izračunati kot kvocient med dolgovi in kapitalom (Slovenski inštitut za revizijo, 2016). Višje vrednosti kazalnika finančnega vzvoda naj bi dosegale družbe z višjo obdavčitvijo in obratno (Fatica, Hemmelgarn & Nicodème, 2013). Če je kazalnik finančnega vzvoda previsok, slednje lahko nakazuje, da družba ni zmožna poplačati svojih upnikov. Prenizek kazalnik finančnega vzvoda pa lahko nakazuje, da se družba preveč zanaša na svoj lasten kapital, kar je lahko s stroškovnega vidika precej neučinkovito (Gallo, 2015).

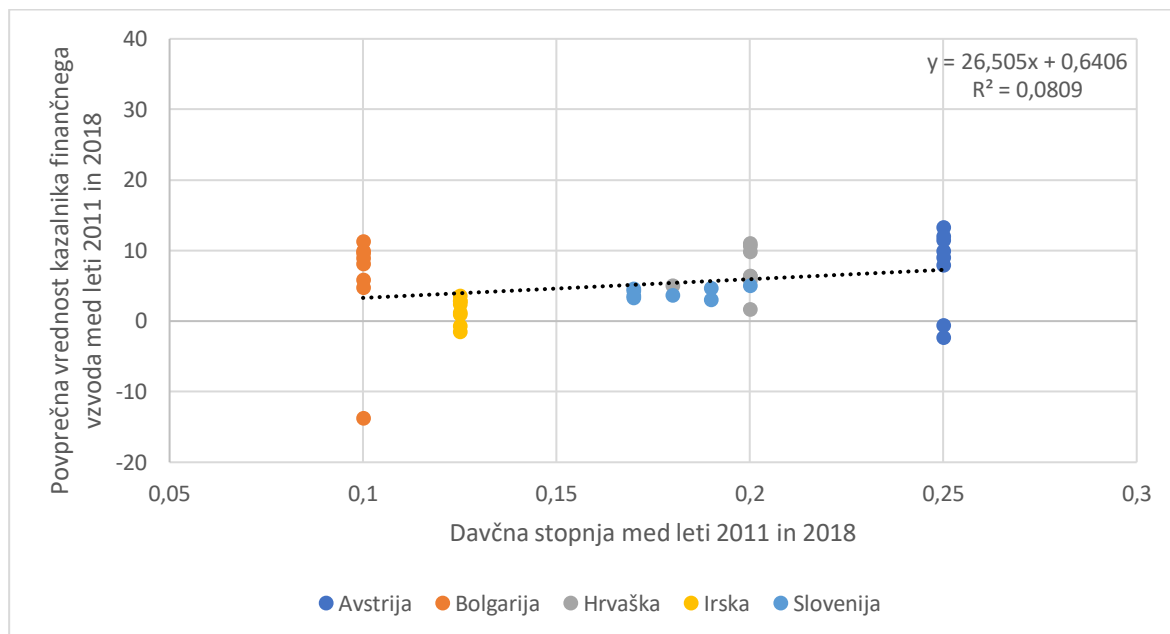
Potrebno je torej doseči ravnovesje, ki je primerno za panogo, v kateri družba posluje. Družbe, ki temeljijo na tehnologiji in družbe, ki veliko vlagajo v raziskave in razvoj, imajo običajno razmerje 2 ali manj. Velike proizvodne in stabilne javne družbe imajo razmerja med 2 in 5. V bančništvu in družbah, ki temeljijo na financah, pa se to razmerje povzpne do 10 ali celo 20, vendar je to edinstveno za te panoge (Gallo, 2015). Pomembno je tudi poudariti, da se razmerje med dolgovi in kapitalom, ki ga ima družba izposojevalka sredstev, ki je del skupine mednarodnih družb, lahko pomembno razlikuje od razmerja, ki bi ga ta ista družba imela, če bi bila neodvisna in bi poslovala pod istimi ali podobnimi okoliščinami (OECD, 2020, str. 7).

V prilogi 3 se nahajajo vsi izračuni kazalnikov finančnega vzvoda.

Kombinacija davčne stopnje in povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda družb v državah, ki uporabljajo pravilo fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, je prikazana na sliki 5. Povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda v tej skupini držav se gibljejo med 1,58 v družbah na Irskem in 7,60 v družbah v Avstriji, pri čemer so povprečne vrednosti visoke predvsem zaradi družb, pripadnic skupine Philip Morris International. Z namenom izločitve podatkov, ki ekstremno odstopajo od ostalih, sem izračunala še vrednosti median. Vrednost mediane kazalnika finančnega vzvoda v posamezni državi je najnižja v družbah na Hrvaškem in sicer 1,24, najvišjo vrednost mediane pa dosegajo družbe v Avstriji in sicer 2,91. To pomeni, da polovica družb v vsaki izmed držav svoje operacije financira s pretežno dolžniškimi viri.

Tabela 8 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom. Koeficient znaša 0,284, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav šibka in pozitivna. Enako prikazuje tudi Spearmanov koeficient 0,254. Ker je v obeh primerih $p > \alpha$, rezultata na nivoju tega vzorca ne morem posplošiti na nivo populacije, saj je koeficient statistično neznačilen.

Slika 5: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom



Vir: lastno delo.

Tabela 8: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije davčne stopnje in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	0,284	0,254
Število opazovanj	40	40
Dvostranski t-test	1,829	1,621
Stopinje prostosti	38	38
Stopnja značilnosti - p	0,075	0,113
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	ne	ne

Vir: lastno delo.

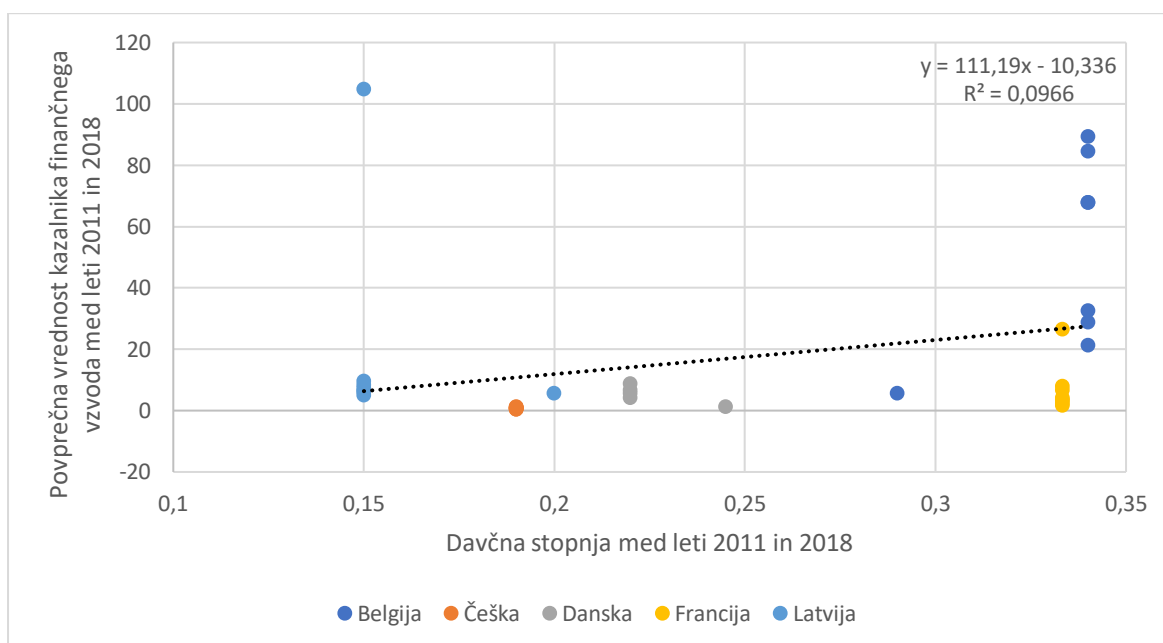
Povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda družb v državah, prikazanih na sliki 6, se gibljejo med 0,91 v družbah na Češkem in 49,85 v družbah v Belgiji. Visoke povprečne vrednosti so v vseh opazovanih državah, razen na Češkem, posledica nadpovprečne zadolženosti družb, pripadnic skupine Phillip Morris International. Poleg tega na visoke povprečne vrednosti v Belgiji vpliva visoko zadolževanje lokalne družbe, pripadnice skupine Microsoft med leti 2011 in 2017, na visoke vrednosti v Latviji pa visoko zadolževanje družbe, pripadnice skupine H&M v letu 2012. Vrednost mediane kazalnika finančnega vzvoda v posamezni državi je najnižja na Češkem in sicer 0,47, najvišjo vrednost mediane pa dosegajo družbe v Franciji in sicer 3,48. Polovica družb na Češkem, v Latviji oziroma Belgiji svoje operacije financira pretežno z lastniškimi viri, saj so vrednosti

kazalnika pod 1. Nasprotno, družbe na Danskem in v Franciji svoje operacije financirajo pretežno z dolžniškimi viri, saj vrednost dolga do več kot trikrat večja od vrednosti kapitala.

Družbe v državah, kot je na primer Češka, z vrednostmi kazalnika finančnega vzvoda blizu ničle niso nagnjene k financiranju svojih operacij preko izposojanja sredstev. Prenizka vrednost kazalnika finančnega vzvoda lahko odvrne potencialne investitorje, saj bi slednji lahko smatrali, da družba ne realizira potencialnih dobičkov ali svoje vrednosti, ki bi jih lahko z dodatnimi viri financiranja (Tyre, 2019).

Tabela 9 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter s pravilom o razmerju obresti v EBITDA. Koeficient znaša 0,311, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav šibka in pozitivna. Enako prikazuje tudi Spearmanov koeficient 0,387. V primeru izračuna Pearsonovega koeficienta korelacije je $p > \alpha$, zato rezultata na nivoju tega vzorca ne morem posplošiti na nivo populacije, saj je koeficient statistično neznačilen, v primeru preučevanja linearne povezanosti med spremenljivkami. Nasprotno, je v primeru izračuna Spearmanovega koeficienta korelacije $p < \alpha$, kar pomeni, da rezultat na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient v primeru nelinearne povezanosti statistično značilen. V skladu s tem lahko prav tako sprejemem alternativno hipotezo, kar potrjuje šibko pozitivno in nelinearno povezavo med davčnimi stopnjami in kazalnikom finančnega vzvoda pri družbah v državah, ki uporabljajo tako pravilo o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom kot pravilo o razmerju obresti v EBITDA.

Slika 6: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA



Vir: lastno delo.

Tabela 9: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom ter razmerjem obresti v EBITDA

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	0,311	0,387
Število opazovanj	37	37
Dvostranski t-test	1,934	2,487
Stopinje prostosti	35	35
Stopnja značilnosti - p	0,061	0,018
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	ne	da

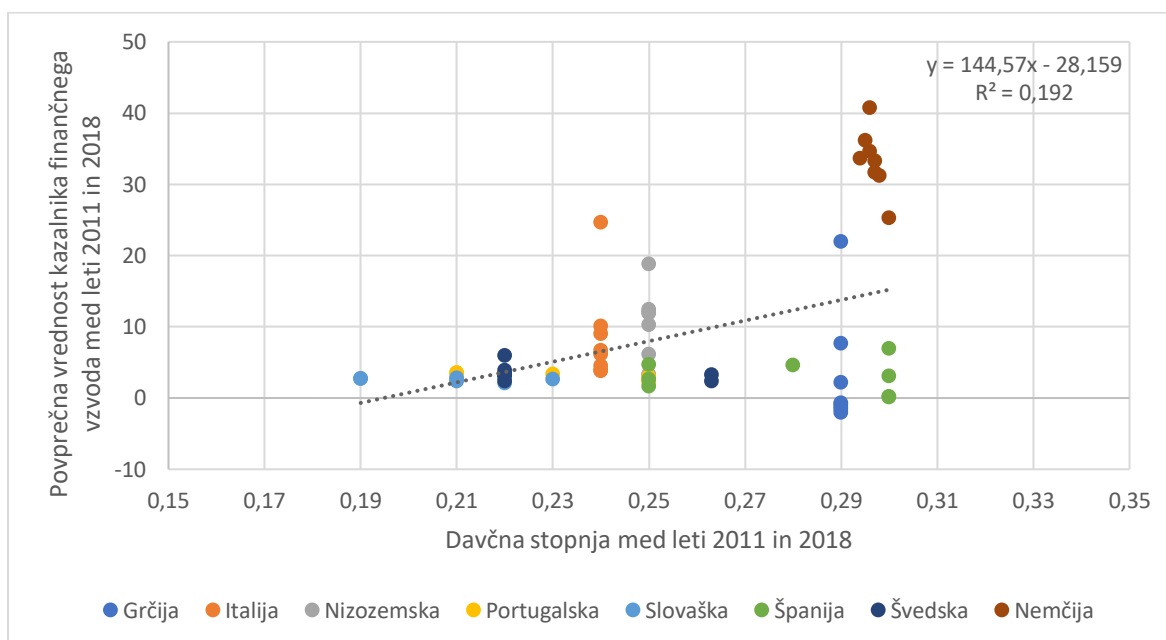
Vir: lastno delo.

Povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda v skupini držav iz slike 7 se gibljejo med 2,71 v družbah na Slovaškem in 33,40 v družbah v Nemčiji. Grčija je med leti 2013 in 2017 beležila negativno vrednost kazalnika finančnega vzvoda. Na te vrednosti so vplivale negativne vrednosti kazalnika lokalne družbe, pripadnice skupine A.P. Moller – Maersk. Negativna vrednost kazalnika finančnega vzvoda nastane, ko ima družba višje obrestne mere na svoje dolgove kot donosnost naložb, lahko pa je tudi posledica družbine negativne neto vrednosti. Takšne vrednosti potencialnim investitorjem oziroma posojilodajalcem sporočajo, da je družba finančno nestabilna, kar lahko vodi v bankrot (Tyre, 2019). Družba lahko beleži negativen kazalnik finančnega vzvoda tudi iz naslednjih razlogov (Tyre, 2019):

- dodatno izposojanje z namenom pokrivanja izgub, namesto izdaje lastniških delnic;
- odhodki za neopredmetena sredstva, kot so blagovne znamke, presegajo že obstoječe vrednosti kapitala;
- izplačevanje visokih dividend, ki presegajo vrednosti kapitala;
- beleženje finančne izgube v obdobjih po izplačilih visokih dividend.

Visoke povprečne vrednosti v Italiji so plod povečanega zadolževanja lokalne družbe, pripadnice skupine Krka med leti 2012 in 2018. V primeru Nizozemske je podobno visok rezultat moč pripisati večjemu zadolževanju lokalne družbe, pripadnice skupine Microsoft med leti 2011 in 2015. Prav tako družbe v Nemčiji sicer dosegajo običajne vrednosti kazalnikov finančnega vzvoda, katerih povprečje zvišuje zadolževanje lokalne družbe, pripadnice skupine H&M. Vrednost mediane kazalnika finančnega vzvoda v posamezni državi je najnižja v Španiji in sicer 1,30, najvišjo vrednost mediane pa dosegajo družbe v Italiji in sicer 3,51. To pomeni, da polovica družb v vsaki izmed držav svoje operacije financira s pretežno dolžniškimi viri.

Slika 7: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve



Vir: lastno delo.

Tabela 10: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	0,438	0,211
Število opazovanj	64	64
Dvostranski t-test	3,838	1,696
Stopinje prostosti	62	62
Stopnja značilnosti - p	0,000	0,095
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	da	ne

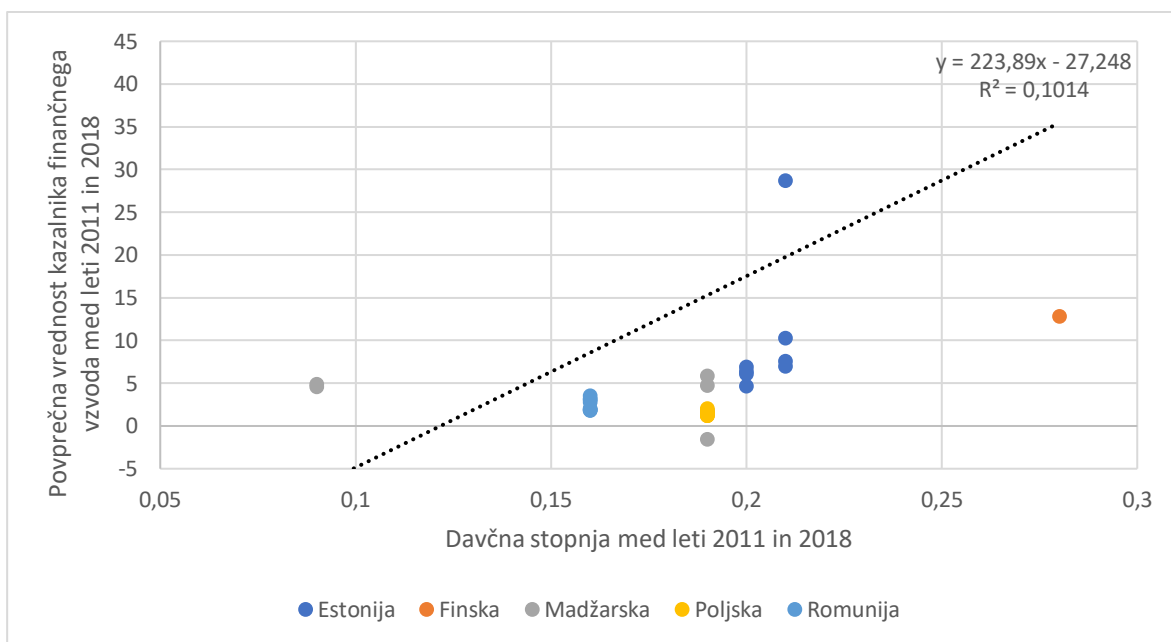
Vir: lastno delo.

Tabela 10 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom razmerju obresti v EBITDA in višjo stopnjo obdavčitve. Koeficient znaša 0,438, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav zmerna in pozitivna. Spearmanov koeficient 0,211 pa prikazuje šibko in pozitivno povezavo. V primeru izračuna Pearsonovega koeficienta korelacije je $p < \alpha$, kar pomeni, da rezultat na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient statistično značilen v primeru preučevanja linearne povezanosti med spremenljivkami. V skladu s tem lahko prav tako sprejmem alternativno hipotezo, kar potrjuje zmerno pozitivno povezavo med davčnimi stopnjami in kazalnikom finančnega vzvoda pri družbah v državah, ki uporabljajo pravilo o razmerju obresti v EBITDA in imajo

višje davčne stopnje. Nasprotno, je v primeru izračuna Spearmanovega koeficienta korelacije $p > \alpha$, zato rezultata na nivoju tega vzorca ne morem posplošiti na nivo populacije, saj je koeficient statistično neznačilen, v primeru nelinearne povezanosti.

Povprečna vrednost kazalnika finančnega vzvoda v skupini držav iz slike 8 se giblje med 1,52 v družbah na Poljskem in 57,47 v družbah na Finskem. Pri slednji je številka visoka predvsem zaradi družbe, pripadnice skupine Philip Morris International. Družbe v Estoniji sicer dosegajo običajne vrednosti kazalnikov finančnega vzvoda, zvišujeta pa povprečje lokalna družba, pripadnica skupine Philip Morris International skozi vsa leta obravnave in v letu 2013 povečano zadolževanje lokalne družbe, pripadnice skupine H&M. Vrednost mediane kazalnika finančnega vzvoda v posamezni državi je najnižja na Madžarskem in sicer 0,54, najvišjo vrednost mediane pa dosegajo družbe v Romuniji in sicer 2,61. Polovica družb na Madžarskem svoje operacije financira pretežno z lastniškimi viri, saj so vrednosti kazalnika pod 1. Ostale družbe v tej skupini pa svoje operacije financirajo pretežno z dolžniškimi viri, saj vrednost dolga od enkrat do več kot trikrat večja od vrednosti kapitala.

Slika 8: Korelacija med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve



Vir: lastno delo.

Tabela 11 prikazuje izračun Pearsonovega koeficienta korelacije davčnih stopenj in kazalnika finančnega vzvoda v državah s pravilom razmerju obresti v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve. Koeficient znaša 0,318, kar pomeni, da je povezava med tema dvema spremenljivkama v tej skupini držav šibka in pozitivna. Spearmanov koeficient 0,609 pa prikazuje zmerno pozitivno povezavo. V obeh primerih je $p < \alpha$, zato rezultata na nivoju tega vzorca lahko posplošim na nivo populacije, saj je koeficient statistično značilen. V skladu s tem lahko prav tako sprejemem alternativno hipotezo, kar potrjuje šibko pozitivno linearno

povezavo in močno pozitivno nelinearno povezavo med davčnimi stopnjami in stopnjami lastniškosti financiranja pri družbah v državah, ki uporabljajo pravilo o razmerju obresti v EBITDA in imajo nižje stopnje obdavčitve.

Tabela 11: Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije med davčno stopnjo in kazalnikom finančnega vzvoda v državah s pravilom o razmerju med obrestmi v EBITDA in nižjo stopnjo obdavčitve

	Pearsonov koeficient	Spearmanov koeficient
Vrednost koeficienta	0,318	0,609
Število opazovanj	40	40
Dvostranski t-test	2,071	4,738
Stopinje prostosti	38	38
Stopnja značilnosti - p	0,045	0,000
Stopnja značilnosti - α	0,050	0,050
Koeficient je statistično značilen	da	da

Vir: lastno delo.

Primerjajoč analizirane družbe iz vseh držav, med tiste, ki v povprečju dosegajo najmanjše vrednosti kazalnika finančnega vzvoda spadajo Češka, Poljska, Irska, Slovaška, Madžarska in Portugalska. Povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda družb v teh državah so do 3,00. Primerjajoč vrednosti mediane, med tiste z najnižjimi vrednostmi spadajo Češka, Madžarska, Latvija in Belgija. Vrednosti mediane kazalnika finančnega vzvoda so pod 1. Nasprotno pa so države, ki v povprečju dosegajo najvišje vrednosti kazalnika finančnega vzvoda Finska, Belgija, Nemčija in Latvija. Povprečne vrednosti kazalnika finančnega vzvoda družb v teh državah so krepko nad 10,00. Na tem mestu želim poudariti, da med državami, ki dosegajo najvišje vrednosti kazalnika finančnega vzvoda, to ne nakazuje na običajno kapitalsko strukturo vseh analiziranih lokalnih družb znotraj posamezne države. Kot opisano pri tolmačenju posameznih rezultatov, je to predvsem posledica presežnega zadolževanja posameznih lokalnih družb v določenih letih med 2011 in 2018, ki niso posledica ohlapne zakonodaje, ampak drugih, bodisi strateških ali finančnih vzgibov posamezne družbe. Dodatno, za kapitalsko intenzivne panoge je sicer običajna višja vrednost finančnega vzvoda, a previsoke vrednosti investitorjem in posojilodajalcem nakazujejo na tvegano naložbo, saj taka družba morda ni sposobna poplačati svojih dolgov (Tyre, 2019). Primerjava vrednosti median je pokazala, da med tiste z najvišjimi vrednostmi median spadajo Francija, Italija, Avstrija, Švedska, Nizozemska, Romunija in Danska. Vrednosti so nad 2,5.

Korelacije med davčno stopnjo in vrednostjo kazalnika finančnega vzvoda so v vseh primerih pozitivne, jakosti pa so različne. Najšibkejša statistično značilna linearna korelacija je bila izračunana v primeru držav, ki postopajo v skladu z razmerjem obresti v EBITDA in imajo nižje davčne stopnje. Najmočnejša statistično značilna nelinearna korelacija je bila izračunana v isti skupini držav. Kot statistično neznačilni so se pokazali Pearsonov in Spearmanov koeficient korelacije v primeru držav s pravilom o fiksnem razmerju med

dolgom in kapitalom, Pearsonov koeficient korelacije v primeru držav, ki uporabljajo obe pravili ter Spearmanov koeficient korelacije v državah s pravilom o razmerju obresti v EBITDA in višjimi davčnimi stopnjami.

6.3 Sklepne ugotovitve in razprava

V literaturi so faktorji, ki vplivajo na kapitalsko strukturo družbe razvrščeni v dve kategoriji in sicer na zunanje in notranje faktorje. Zunanji faktorji odražajo makroekonomske karakteristike posamezne države, kot so na primer inflacija, davčna stopnja in povprečna obrestna mera. Notranji faktorji pa so specifični za posamezne družbe, na primer dobičkonosnost, velikost družbe, količina opredmetenih sredstev in likvidnost (Serghiescu & Văidean, 2014).

Prav tako lahko pravila tanke kapitalizacije vodijo do drugačnih investicijskih odločitev, kar podpira teoretične pomisleke o okrepljeni davčni konkurenci med državami (Buettner, Overesch, Schreiber & Wamser, 2006). Učinkovitost instituta tanke kapitalizacije naj bi se odražala na omejevanju presežnega zadolževanja družb, a je vpliv instituta pogosto odvisen tudi od njegove izvršitve. Izzivi ostajajo predvsem z vidika ugotavljanja ali mednarodne družbe res premeščajo dolg in aktivnosti iz držav s strogimi pravili tanke kapitalizacije (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Ne glede na težnje usmerjene k preprečevanju davčnega optimiziranja, pa ni jasno, ali so te tako učinkovite kot bi si želele posamezne države. V primeru, da smernice za preprečevanje davčne optimizacije so učinkovite, pa se pojavlja tudi vprašanje, ali je odgovor družb na te smernice koristen za države, ki te predpise oblikujejo (Buettner, Overesch, Schreiber & Wamser, 2006).

Tudi rezultati analize stopnje lastniškega in dolžniškega financiranja družb v posameznih državah članicah, kažejo na to, da kljub zaostrovanju zakonodaje na področju tanke kapitalizacije in omejitve odbitka obresti, financiranje z lastniškimi viri še vseeno ni v izrazitem porastu. Predvsem pri skupinah, ki poslujejo v zahtevnih panogah kot je na primer tobačna panoga, v kateri delujejo družbe, pripadnice skupine Philip Morris International, je moč opaziti, da je na ravni skoraj vseh držav Evropske unije, kjer je družba lokalno prisotna in za katere je bilo mogoče dobiti podatke, družba usmerjena v financiranje s pretežno dolžniškimi viri. Med državami, v katerih so družbe dosegale najmanjše povprečne in središčne vrednosti stopnje lastniškega financiranja, so tiste katerih davčne stopnje za obdavčitev dohodkov pravnih oseb večinoma presegajo 20% in so obenem tudi med najvišjimi v Evropski uniji. Slednje povečuje vrednost davčnega ščita, ki ga imajo družbe v teh državah. Nasprotno so države, ki so dosegale najvišje povprečne in središčne vrednosti stopnje lastniškega financiranja ene izmed tistih, ki imajo najnižje davčnih stopenj v Evropski uniji. Slednje znižuje vrednost davčnega ščita, ki ga imajo družbe v teh državah. Prav tako je korelacija med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja v skladu s pričakovanji. Davčna stopnja in stopnja lastniškosti financiranja sta povezani negativno, davčna stopnja in kazalnik finančnega vzvoda pa pozitivno. Preverba statistične značilnosti koeficientov je pokazala, da so statistično neznačilni tisti vzorci pri katerih podatki kažejo,

da povezave med davčno stopnjo in stopnjo lastniškosti financiranja oziroma kazalnikom finančnega vzvoda ni ali pa so povezave neznatne. Iz tega lahko intuitivno sklepamo o tem, da povezave dejansko obstajajo.

Pri rezultatih analize vrednosti kazalnikov finančnega vzvoda družbe v nekaterih državah dosegajo visoke povprečne vrednosti. Visoke vrednosti kazalnika finančnega vzvoda so lahko tudi posledica večje ali manjše stagnacije gospodarstva. Predvsem pri kolapsu Lehman Brothers v septembru leta 2008 so se kazali izjemni negativni učinki na finančne trge po svetu, ki so se v večji magnitudi čutili še vsaj tja do leta 2011 (Demirgüel-Kunt, Martínez-Peria & Tressel, 2015). Med finančno krizo se poveča negotovost, kar povečuje tveganje in zmanjšuje pričakovane donose, tako posojilodajalci kot posojilojemalci pa v takih okoliščinah neradi vlagajo kapital v dolgoročne naložbe, kar poslabša vsesplošno investicijsko klimo. Prav tako finančni posredniki v takih okoliščinah zastrujejo pogoje za odobravanje posojil, kar se odraža na skrajšanih dobah odplačevanja tistih, ki se sklenejo, posledično pa družbe lahko utrpijo še večje stroške iz naslova naknadnega podaljševanja roka poplačila posojila (Demirgüel-Kunt, Martínez-Peria & Tressel, 2015). Na višini kazalnika finančnega vzvoda se odraža tudi tvegano poslovanje, na katerega lahko vpliva več odprtih terjatev družb do upnikov in na splošno slabši rezultati poslovanja (Tyre, 2019).

Teorija nakazuje, da so za odločitve o financiranju družb velikokrat posledica notranjih faktorjev. Višja dobičkonosnost družb naj bi imela v skladu z empiričnimi raziskavami negativen vpliv na višino dolga, kar pomeni, da se z višanjem dobičkonosnosti višina dolga zmanjšuje (Serghiescu & Văidean, 2014). Prav tako se višina dolga zmanjšuje z večjo likvidnostjo sredstev. Za večje družbe naj bi bilo značilno več dolga, saj lahko s svojimi raznolikimi aktivnostmi vzdržujejo visoke nivoje dolga (Serghiescu & Văidean, 2014). Slednje deloma potrjujejo tudi rezultati analize, saj so vse družbe, ki so del mednarodne skupine, po ustalitvi na trgu velikokrat tudi ene izmed največjih lokalnih družb, ki pa, kot kažejo rezultati, svoje aktivnosti načeloma financirajo iz dolžniških virov. Kot je razvidno iz tolmačenih rezultatov so kazalniki finančnega vzvoda družb načeloma v mejah teoretičnih pričakovanj, pri čemer so večja odstopanja zaznavana v posameznih mednarodnih skupinah in ne v določenih državah.

Iz navedenega izhaja, da je, glede na nizke vrednosti stopenj lastniškosti financiranja in v nekaterih primerih precej visoke vrednosti kazalnika finančnega vzvoda, institut tanke kapitalizacije le delno povezan s poslovno-finančnimi odločitvami in strategijami družb. Vrednosti so v nasprotju s pričakovanimi učinki instituta tanke kapitalizacije, ki naj bi zmanjševal presežno zadolževanje, saj je glede na rezultate videti, da pozitivni učinki davčnega ščita še vedno prevladujejo nad omejitvami zadolževanja – lokalne družbe, pripadnice mednarodnih skupin, ki poslujejo v državah z nadpovprečno visokimi davčnimi stopnjami za obdavčitev dohodka pravnih oseb, so namreč tiste, ki beležijo tudi najvišje vrednosti dolga. V nasprotju so tiste družbe, ki poslujejo v državah z nižjimi davčnimi stopnjami za obdavčitev pravnih oseb, deležne manj financiranja s strani svojih povezanih in nepovezanih oseb, v skladu s čimer je moč sklepati, da so zaradi manjših vrednosti

odbitnih postavk, osnove za obračun davka tudi relativno višje. To potrjujejo tudi študije – mednarodne družbe naj bi v državah z višjimi davčnimi stopnjami plačevale za 30% nižje davke kot primerljive domače družbe (Evropska komisija, 2017). Odločitve družb so bolj občutljive na davčne predpise v državah z višjo stopnjo obdavčitve, kar lahko razberemo tudi iz izračunanih koeficientov korelacije, ki višje vrednosti dosegajo pri družbah v državah, ki imajo nižje davčne stopnje in obratno. Navedeno priča o določeni meri učinkovitosti pravila o razmerju obresti v EBITDA pri državah z višjo stopnjo obdavčitve, saj je gibanje stopenj lastniškosti financiranja in kazalnikov finančnega vzvoda šibkeje povezano z davčnimi stopnjami. Kot rečeno, je učinek omejevalnega ukrepa namreč večji v državah z višjimi stopnjami obdavčitve, kar pomeni, da prevzeti ukrepi gredo v smeri omejevanja zadolževanja.

Ker mednarodne skupine včasih preslabo poznajo lokalno zakonodajo države, v kateri ena izmed družb iz skupine posluje, lahko slednje vodi tudi do negativnih vplivov na te družbe. Poleg manj ugodnih režimov tanke kapitalizacije in unilateralnih ukrepov določanja varnega pristana v povezavi z odbitkom obresti od posojil, prejetih s strani povezanih oseb, družbe lahko plačujejo več davka kot je bilo predvideno, obenem pa se jim povečujejo stroški iz naslova zagotavljanja posojil družbam, ki poslujejo v državah z višjimi stopnjami obdavčitve. Vsled navedenemu lahko le delno potrdim hipotezo, da je nagnjenost k davčni optimizaciji preko posojil med povezanimi osebami povezana z različnimi instituti tanke kapitalizacije. Med državami družb, kjer beležijo najvišje vrednosti dolga so namreč tako tiste, ki uporabljajo princip fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, kot tiste, ki so prevzele razmerje obresti v EBITDA in pa tudi tiste, ki uporabljajo oba principa. V tej luči je torej nemogoče trditi, da je prelivanje dobičkov znatno povezano samo z razlikami v institutu tanke kapitalizacije. Razlike v jakosti povezave med spremenljivkami izhajajo tudi iz razlikovanja v drugih karakteristikah, ki jih imajo države iz določene skupine. Pretekle raziskave sicer kažejo, da institut tanke kapitalizacije zmanjšuje razmerje med dolgom in kapitalom družbe oziroma vrednost kazalnika finančnega vzvoda za v povprečju 1,9%. Natančneje, omejitve naj bi razmerje dolga do povezanih oseb v kapitalu zmanjševale za 6,3%, celotno razmerje dolga v kapitalu pa za 0,8% (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Slednje nakazuje, da imajo omejitveni mehanizmi pomembno vlogo pri kapitalski strukturi družb, a je pomembno opozoriti na dejstvo, da tovrstne raziskave temeljijo na obdobju, ko se je institut tanke kapitalizacije uveljavljal in merijo učinke sprejetja omejevalnih ukrepov v primerjavi z odsotnostjo slednjih. Dandanes pa lahko opazujemo odzive družb na zaostrovanje ukrepov, na katere so se delno že prilagodile. Očitnejša povezava pa obstaja med višino davčne stopnje in količino dolga, kar nakazuje na preferenčno obravnavo lokalnih družb iz tistih držav, ki imajo višjo davčno stopnjo, tiste z nižjo pa so prepuščene financiranju z lastniškimi viri in tako nimajo obsežnejših odbitnih postavk pri ugotavljanju osnove za obdavčitev z davkom od dohodka pravnih oseb. Potrebno je opozoriti tudi na dejstvo, da podatki iz letnih poročil družb ne razkrivajo vedno podrobno ali gre za posojila med povezanimi osebami ali za posojila tretjih oseb, kar lahko oteži sklepanja o takšnem ali drugačnem zadolževanju. Prav tako pa ne smemo pozabiti, da so

lahko tudi posojila s tretjimi osebami sklenjena zaradi pritiskov matične družbe, zaradi česar so tudi ta posojila lahko deležna enakega tretmaja kakor neposredna posojila med povezanimi osebami.

Pravila o tanki kapitalizaciji so zapisana skopo in to velikokrat pomeni, da je postopanje v skladu s slednjo zapleteno, kvantificiranje ukrepa pa oteženo (Langedijk, 2015). Prav tako pa lahko na končni izid vpliva tudi dejstvo, da so pravila v vseh državah vsaj delno podvržena subjektivnemu pristopu zaradi obstoja možnosti dokazovanja skladnosti z neodvisnim tržnim načelom. Slednje je prepuščeno lokalnim davčnim upravam, ki se, sicer preišljenim, pristopom k financiranju družbe lahko ne strinjajo. Ker je odločevalna moč v tovrstnih primerih v rokah matičnih družb, njihova pozornost pa je usmerjena v najbolj donosne družbe v svoji skupini, so lahko druge družbe, vpletene v davčno optimizacijo, soočene z dolgotrajnimi davčno-inšpekcijskimi nadzori in s tem povezanimi stroški in administrativnim bremenom.

Z direktivo za omejitev agresivnega davčnega načrtovanja se, med drugim, uvajajo pravila o preprečevanju zlorab in pravila o omejitvi odbitka obresti, kar je vsaj delno poenotilo nekatere predpise o omejevanju odbitka obresti in tanki kapitalizaciji. Države članice OECD lahko v primeru pravil o omejitvi odbitka obresti izvajanje določb odložijo do leta 2024, če imajo enako učinkovita nacionalna pravila (Evropska komisija, 2017). Ko bodo vsaj ena izmed pravil obvezno poenotena med vsemi državami, bo opazovanje glavnih vzgibov za davčno optimizacijo lažje, kar pa verjetno lahko pričakujemo v naslednjih letih. Odzivi na spreminjajoče se davčne politike in povezave slednjih z ukrepi, ki jih sprejemajo družbe, namreč naraščajo s časom. Prav tako je potrebno poudariti, da te povezave morda niso linearne, saj imajo, poleg davkov, pomembno vlogo tudi drugi in slučajni dejavniki (Fatica, Hemmelgarn & Nicodème, 2012). Dejstvo, da podatki niso stalni nakazuje tudi na to, da je odločitev o financiranju družbe posledica več različnih faktorjev, ki so med seboj močno povezani.

6.4 Omejitve analize in možnosti za nadaljnje delo

Skozi šesto poglavje so bile predstavljene tudi nekatere omejitve, ki so spremljale analizo. Slednje bi bile v celoti ali vsaj delno lahko odpravljene s podrobnejšo ekonometrično analizo, ki bi merila vpliv več izbranih neodvisnih spremenljivk na kapitalsko strukturo družb. Kot poudarjeno tekom analize, so namreč razlogi družb za odločitve glede financiranja večplastni in med seboj nerazdružljivo povezani, na njih pa vplivajo tudi panožne značilnosti in makroekonomske značilnosti držav, v katerih poslujejo.

Menim, da bi najbolj pravilne rezultate o glavnih vplivih na kapitalsko strukturo zagotovil model multiple regresije. Zaradi razlik med družbami, panogami in državami, v katerih delujejo družbe, bi nadaljnje delo moralo temeljiti na analizah družb v posamezni državi in pa tudi na analizah družb v posamezni panogi. Na ta način bi lahko opazovala, kaj ima glavni vpliv na kapitalsko strukturo družb in ali se ti bistveno razlikujejo prav zaradi različnih

območij in področij poslovanja. Glede na teoretične okvirje obravnavane tematike in dosedanje raziskave, je namreč pričakovati, da se bodo družbe v različnih državah na neodvisne spremenljivke odzivale različno, prav tako pa bodo te različno vplivale na družbe v različnih panogah. Šele podroben pregled, opravljen na naveden način, bi nato lahko okrepil sklepanja o povezavi med davčnimi stopnjami in kapitalsko strukturo ter vplivih obstoja in zaostrovanja instituta tanke kapitalizacije. Za takšno analizo bi zbrala tudi večjo količino podatkov, ki bi vzorec povečali tako v smislu opazovanih let, kot tudi opazovanih skupin družb.

V primeru, da bi bila pravilna razmejitev dolžniških virov financiranja (med tista posojila, ki so bila pridobljena od nepovezanih oseb in tista, ki so bila pridobljena od povezanih oseb) mogoča, bi to omogočilo še pregled kako izbrane neodvisne spremenljivke vplivajo na posamezne komponente celotnega dolga družbe. Iz takšnih rezultatov bi lahko podrobneje sklepala o tem v kakšnih okoliščinah poslujejo družbe, ki se najbolj posvečajo davčni optimizaciji preko posojil med povezanimi osebami in ali takšno ravnanje vodi v izkoriščanje družb z manj ugodnimi instituti tanke kapitalizacije oziroma manjšimi davčnimi stopnjami za obdavčitev z davkom od dohodka pravnih oseb.

SKLEP

Struktura davčnih predpisov države je pomemben element njene uspešnosti v gospodarstvu (Bunn & Asen, 2019), mednarodne družbe pa imajo koristi od konkuriranja držav na področju davčne zakonodaje (Jedlička, 2017, str. 33-34). Slednje je še posebej razvidno pri finančnih transakcijah med povezanimi osebami.

Ko posojilne pogodbe sklepajo nepovezane osebe, posojilodajalec pogodbeno določila oblikuje predvsem na podlagi posojilojemalčeve bonitetne ocene, dobičkonosnega poslovanja ter zmožnosti poplačila glavnice in pripadajočih obresti, proti neizpolnitvi poplačila posojila pa oblikujejo tudi zavarovanja (Drobež Tomšič, 2017b). Navedeno ni običajna praksa pri posojilih, ki si jih zagotavljajo povezane osebe, saj se pogosto ne upoštevajo tržne zakonitosti odobravanja posojil. Slednje odpira nove priložnosti za davčno optimizacijo preko posojil med povezanimi osebami, saj si lahko družbe v državah z visoko stopnjo obdavčitve sredstva izposojajo od družb iz držav z nizko stopnjo obdavčitve in posledično prilagajajo svojo kapitalsko strukturo (Buettner & Wamser, 2007). Posledično so se na globalni ravni in tudi v lokalnih zakonodajah izoblikovale omejitve priznavanja odhodkov iz naslova obresti na posojila med povezanimi osebami (Drobež Tomšič, 2017b).

Da bi države zadržale dobičke znotraj svojih meja, so se izoblikovali tudi različni modeli oziroma režimi tanke kapitalizacije. Razlike v slednjih se pojavljajo v določenem maksimalnem fiksnem razmerju med dolgom in kapitalom nad katerim obresti iz naslova posojil niso več priznane kot odbitne (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Znesek obresti je lahko omejen tudi kot razmerje med obrestmi v EBITDA (Bobek – Gospodarič,

Ivanič & Mrazić, 2015). Druga pomembna razlika je v obravnavi obresti na posojila, ki se smatrajo za presežna, saj lahko pravila določajo, da je neodbitna zgolj vrednost obresti od presežne vrednosti dolga ali pa je kot neodbitna priznana celotna vrednost obresti iz tega naslova (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Razlike nastajajo tudi pri tem kako stroge so države pri izvršbi določil, ki urejajo področje tanke kapitalizacije. V nekaterih državah pravila sprožijo avtomatično nepriznavanje presežnih obresti, druge pa dovoljujejo, da se presežek dolga upraviči s primerjalno analizo v kateri se primerja stanje dolga v podobnih nepovezanih družbah in tako postopajo v skladu z neodvisnim tržnim načelom (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).

Primerjajoč analizirane družbe iz vseh držav, med tiste, ki v povprečju najmanj posegajo po lastniških virih financiranja spadajo družbe, ki poslujejo v državah z višjimi davčnimi stopnjami. Nasprotno pa so družbe, ki največ posegajo po lastniških virih financiranja, tiste, ki poslujejo v državah z nižjimi davčnimi stopnjami. Slednje vpliva na vrednost davčnega ščita, ki je višji pri družbah, ki odplačujejo dolg v državah z višjo stopnjo obdavčitve. Podobno je opaziti tudi pri vrednostih kazalnika finančnega vzvoda, ki narašča z višjimi davčnimi stopnjami. Potrebno je poudariti, da med državami, v katerih družbe dosegajo najvišje vrednosti kazalnika finančnega vzvoda, to ne nakazuje na običajno kapitalsko strukturo vseh analiziranih lokalnih družb znotraj posamezne države. Razlogi za višje vrednosti so predvsem v presežnem zadolževanju posameznih lokalnih družb, ki so posledica, bodisi strateških ali finančnih vzgibov posamezne skupine. Tudi teorija nakazuje, da so za odločitve o financiranju družb velikokrat posledica notranjih faktorjev. Višja dobičkonosnost družb naj bi imela v skladu z empiričnimi raziskavami negativen vpliv na višino dolga, kar pomeni, da se z višanjem dobičkonosnosti višina dolga zmanjšuje. Prav tako se višina dolga zmanjšuje z večjo likvidnostjo sredstev. Za večje družbe naj bi bilo značilno več dolga, saj lahko s svojimi raznolikimi aktivnostmi vzdržujejo visoke nivoje dolga (Serghiescu & Văidean, 2014).

Učinkovitost instituta tanke kapitalizacije naj bi se odražala na omejevanju presežnega zadolževanja družb, a je vpliv instituta pogosto odvisen tudi od njegove izvršitve. Izzivi ostajajo predvsem z vidika ugotavljanja ali mednarodne družbe res premeščajo dolg in aktivnosti iz držav s strogimi pravili tanke kapitalizacije (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014). Ne glede na težnje usmerjene k preprečevanju davčnega optimiziranja pa ni jasno, ali so te tako učinkovite kot bi si želele posamezne države. V primeru, da smernice za preprečevanje davčne optimizacije so učinkovite pa se pojavlja tudi vprašanje, ali je odgovor družb na te smernice koristen za države, ki te predpise oblikujejo (Buettner, Overesch, Schreiber & Wamser, 2006).

Izračuni stopenj lastniškosti in dolžniškosti financiranja kažejo, da kljub zaostrovanju zakonodaje na področju tanke kapitalizacije in omejitve odbitka obresti, financiranje z lastniškimi viri še vseeno ni v izrazitem porastu. Iz navedenega izhaja, da je, glede na nizke vrednosti stopenj lastniškosti financiranja in v nekaterih primerih precej visoke vrednosti kazalnika finančnega vzvoda, institut tanke kapitalizacije le delno povezan s poslovno-

finančnimi odločitvami in strategijami družbe. Odločitve družb so bolj občutljive na davčne predpise v državah z višjo stopnjo obdavčitve, kar lahko razberemo tudi iz izračunanih koeficientov korelacije, ki višje vrednosti dosegajo pri družbah v državah, ki imajo nižje davčne stopnje in obratno. Navedeno priča o določeni meri učinkovitosti pravila o razmerju obresti v EBITDA pri državah z višjo stopnjo obdavčitve, saj je gibanje stopenj lastniškosti financiranja in kazalnikov finančnega vzvoda šibkeje povezano z davčnimi stopnjami. Kot rečeno, je učinek omejevalnega ukrepa namreč večji v državah z višjimi stopnjami obdavčitve, kar pomeni, da prevzeti ukrepi gredo v smeri omejevanja zadolževanja. V nasprotju so tiste družbe, ki poslujejo v državah z nižjimi davčnimi stopnjami za obdavčitev pravnih oseb, deležne manj financiranja s strani svojih povezanih in nepovezanih oseb, v skladu s čimer je moč sklepati, da so zaradi manjših vrednosti odbitnih postavk, osnove za obračun davka tudi relativno višje, obenem pa se jim povečujejo stroški iz naslova zagotavljanja posojil družbam, ki poslujejo v državah z višjimi stopnjami obdavčitve.

Če povzamem, nagnjenost k davčni optimizaciji preko posojil med povezanimi osebami je lahko povezana z različnimi instituti tanke kapitalizacije. Videti pa je, da za odločitev o financiranju med povezanimi osebami prevladajo drugi razlogi, ki so specifični za posamezne panoge, ne gre pa zanemariti niti precej različnih makroekonomskih karakteristik držav Evropske unije. Med državami družb, kjer beležijo najvišje vrednosti dolga so namreč tako tiste, ki uporabljajo princip fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, kot tiste, ki so prevzele razmerje obresti v EBITDA in pa tudi tiste, ki uporabljajo oba principa. Povezava obstaja med višino davčne stopnje in količino dolga, kar nakazuje na preferenčno obravnavo lokalnih družb iz tistih držav, ki imajo višjo davčno stopnjo, tiste z nižjo pa so prepuščene financiranju z lastniškimi viri in tako nimajo obsežnejših odbitnih postavk pri ugotavljanju osnove za obdavčitev z davkom od dohodka pravnih oseb.

Direktiva za omejitev agresivnega davčnega načrtovanja za države članice OECD predvideva čimbolj enotna pravila o omejitvi odbitka obresti oziroma o tanki kapitalizaciji, a lahko države članice izvajanje določb odložijo do leta 2024 (Evropska komisija, 2017). Ko bodo vsaj ena izmed pravil obvezno poenotena med vsemi državami, bo opazovanje glavnih vzgibov za davčno optimizacijo lažje, saj odzivi na spreminjajoče se davčne politike in povezave slednjih z ukrepi, ki jih sprejemajo družbe, naraščajo s časom.

LITERATURA IN VIRI

1. A.P. Moller – Maersk. (brez datuma). *About A.P. Moller – Maersk*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.maersk.com/about>
2. ABB. (brez datuma). *About ABB*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://new.abb.com/about/our-businesses>
3. Antončič, B., Hisrich, R. D., Petrin, T. & Vahčič, A. (2002). *Podjetništvo*. Ljubljana: GV založba.

4. Bajuk Mušič, A. (2015). Računovodski kazalniki in njihova izrazna moč. *Revija za računovodstvo, davščine in finance IKS 10/15* (str. 51-55). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
5. Barker, J., Asare, K. & Brickman, S. (2017). Transfer Pricing As A Vehicle In Corporate Tax Avoidance. *The Journal of Applied Business Research*, 33(1), 9-16.
6. Blouin, J., Huizinga, H., Laeven, L. & Nicodème, G. (2014). IMF. *Thin Capitalization Rules and Multinational Firm Capital Structure*. Pridobljeno 15. februarja 2020 iz <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Thin-Capitalization-Rules-and-Multinational-Firm-Capital-Structure-41275>
7. Bobek – Gospodarič, D., Ivanič, M. & Mrazič, Ž. (2015). Presežek posojil z vidika neodvinsega tržnega načela. *Revija za računovodstvo, davščine in finance IKS 2/15* (str. 115-125). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
8. Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U. & Wamser, G. (2006). The Impact of Thin-Capitalization Rules on Multinationals' Financing and Investment Decisions. *ResearchGate*. Pridobljeno 8. januarja 2020 iz https://www.researchgate.net/publication/5110774_The_Impact_of_Thin-Capitalization_Rules_on_Multinationals'_Financing_and_Investment_Decisions
9. Buettner, T. & Wamser, G. (2007). *Intercompany Loans and Profit Shifting – Evidence from Company-Level Data*. Pridobljeno 8. januarja 2020 iz https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ESAM07&paper_id=56
10. Bunn, D. & Asen, E. (2019). *International Tax Competitiveness Index 2019*. Washington D.C.: Tax Foundation.
11. Bureau Van Dijk. (2018). *TP Catalyst – Streamlining transfer pricing analysis*. Pridobljeno 15. februarja 2020 iz <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/catalyst/tp-catalyst>
12. Corporate Finance Institute. (2020a). *Debt vs Equity Financing*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/debt-vs-equity/>
13. Corporate Finance Institute. (2020b). *Equity Ratio*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/equity-ratio/>
14. Corporate Finance Institute. (2020c). *Leverage Ratios*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/leverage-ratios/>
15. Dacian, C. D. & Sabina, J. A. (2009). Tax Optimization through transfer pricing, common and manipulative practice. *ResearchGate*. Pridobljeno 14. maja 2020 iz https://www.researchgate.net/publication/46533457_TAX_OPTIMIZATION_THROUGH_TRANSFER_PRICING_COMMON_AND_MANIPULATIVE_PRACTICE
16. De Mooij, R. A. & Hebous, S. (2017). IMF. *Curbing Corporate Debt Bias: Do Limitations to Interest Deductibility Work?* Pridobljeno 15. februarja 2020 iz <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/01/30/Curbing-Corporate-Debt-Bias-446059>

17. De Mooij, R. & Liu, L. (2018). IMF. *At A Cost: the Real Effects of Transfer Pricing Regulations*. Pridobljeno 18. februarja 2020 iz <https://www.imf.org/~media/Files/News/Seminars/2018/ARC2018/s5-liu.ashx>
18. Demirgüç-Kunt, A., Martínez-Peria, M. S. & Tressel, T. (2015). *The Impact of the Global Financial Crisis on Firms' Capital Structure*. Pridobljeno 14. maja 2020 iz <https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-7522>
19. Deloitte International Tax Source. (2020). *Domestic rates – Corporate tax*. Pridobljeno 15. marca 2020 iz <https://www.dits.deloitte.com/#DomesticRatesSubMenu>
20. Drobež Tomšič, M. (2017a). Obresti med povezanimi osebami in posojila iz davčnih oaz. *Revija za računovodstvo, davščine in finance IKS 11/17* (str. 67-76). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
21. Drobež Tomšič, M. (2017b). Obresti od presežka posojil. *Revija za računovodstvo, davščine in finance IKS 11/17* (str. 55-67). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
22. Đukić, T. (2011). *Thin Capitalization Rules in EU Member States*. Pridobljeno 16. februarja 2020 iz <http://uprava.fu.uni-lj.si/index.php/CEPAR/article/download/177/172/>
23. Ernst & Young LLP. (2019a). *2019 Transfer Pricing and International Tax Survey*. Pridobljeno 21. januarja 2020 iz https://www.ey.com/en_gl/transfer-pricing-international-tax-survey
24. Ernst & Young LLP. (2019b). *Intercompany financing transactions – A growing source of transfer pricing risk*. Pridobljeno 21. januarja 2020 iz <https://taxnews.ey.com/news/2019-0462-intercompany-financing-transactions-a-growing-source-of-transfer-pricing-risk>
25. Evropska komisija. (2017). *Tematski informativni pregled v okviru evropskega semestra – Omejitev agresivnega davčnega načrtovanja*. Pridobljeno 15. maja 2020 iz https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_curbing-aggressive-tax-planning_sl.pdf
26. Evropska unija. (2020). *Obdavčitev matičnih in odvisnih družb*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz https://europa.eu/youreurope/business/taxation/business-tax/taxes-parent-companies-subsidiaries/index_sl.htm
27. Fatica, S., Hemmelgarn, T. & Nicodème, G. (2012). *The Debt-Equity Tax Bias: Consequences and Solutions*. Pridobljeno 20. maja 2020 iz https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_33_en.pdf
28. Finančna uprava Republike Slovenije. (2017a). *Davčno obravnavanje posojil med povezanimi osebami – Podrobnejši opis*. Pridobljeno 21. januarja 2020 iz https://www.fu.gov.si/fileadmin/Internet/Davki_in_druge_dajatve/Podrocja/Davek_od_dohodkov_pravnih_oseb/Opis/Davcno_obravnavanje_posojil_med_povezanimi_osebami.doc
29. Finančna uprava Republike Slovenije. (2017b). *Finančni inšpekcijski nadzor: Nadzor transference cen - Podrobnejši opis*. Pridobljeno 21. januarja 2020 iz

- https://www.findinfo.si/download/razno/Podrobnejši_opis_2_izdaja_Nadzor_transferni_h_cen.pdf
30. Fuchi, K. (2016). Unilateralism, Bilateralism, and Multilateralism in International Taxation. Pridobljeno 2. maja 2020 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3200203
 31. Gallo, A. (2015). A Refreshner on Debt-to-Equity Ratio. *Harvard Business Review*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://hbr.org/2015/07/a-refresher-on-debt-to-equity-ratio>
 32. H&M. (2020). *H&M Group – At a glance*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://hmgroupp.com/about-us/h-m-group-at-a-glance.html>
 33. Hayes, A. (2020). *Shareholder Equity (SE)*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholdersequity.asp>
 34. Hieng, R. (2014). Davčne posledice presežka posojil. *Revija za računovodstvo, davščine in finance IKS 10/14* (str. 68-76). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
 35. Hillman, S. (2011a). Treasury Alliance. *Further Considerations on Cash Pooling*. Pridobljeno 6. aprila 2020 iz https://www.treasuryalliance.com/assets/publications/cash/Treasury_Alliance_Notional_Physical_Pooling_Revisited.pdf
 36. Hillman, S. (2011b). Treasury Alliance. *Notional vs. Physical Cash Pooling Revisited*. Pridobljeno 6. aprila 2020 iz https://www.treasuryalliance.com/assets/publications/cash/Treasury_Alliance_Notional_Physical_Pooling_Revisited.pdf
 37. International Monetary Fund, Organization for Economic Co-operation and Development, United Nations & World Bank Group. (2017). *The Platform for Collaboration on Tax: A Toolkit for Addressing Difficulties in Accessing Comparables Data for Transfer Pricing Analyses*. Pridobljeno 29. marca 2020 iz <https://www.oecd.org/tax/toolkit-on-comparability-and-mineral-pricing.pdf>
 38. Jedlička, V. (2017). International Tax Planning: Current State of Knowledge. V *European Financial and Accounting Journal* (str. 31-46). Praga: University of Economics, Prague.
 39. Juršev, U., Keramat, S. & Vuković, K. (2019). *Kapital*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.dara.si/33/kapital-uniqueidmRRWSbk196EAafnF40AQgLGX4F61gYtF2nm17uXn7rb3dCx33mAsJA/>
 40. Johnson, M., Radziejewicz, J. & Singh, U. (2016). Overview/Best practices. *Guide to International Transfer Pricing. Law, Tax Planning and Compliance Strategies* (str. 3-4). Nizozemska: Kluwer Law International B.V.
 41. Jones, S. M. (2003). *Principles of Taxation and Investment Planning*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
 42. Kaserer, C. (2008). *Restricting Interest Deductions in Corporate Tax Systems: Its Impact on Investment Decisions and Capital Markets*. Pridobljeno 29. marca 2020 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130718.

43. Krka, tovarna zdravil, d.d. (2020). *Osebna izkaznica – Podatki o obvladujoči družbi*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.krka.biz/sl/o-krki/predstavitev/osebna-izkaznica/>
44. Kuhar, Š. (2008). *Transferne cene: poslovni in davčni vidik*. Ljubljana: Časnik Finance.
45. Langedijk, S. (2015). *Should the tax system favour debt over equity?* Pridobljeno 22. maja 2020 iz <https://www.weforum.org/agenda/2015/07/should-the-tax-system-favour-debt-over-equity/>
46. Lanz, R. & Miroudot, S. (2011). *Intra-Firm Trade: Patterns, Determinants and Policy Implications*. OECD Trade Policy Papers, No. 114. Pariz: OECD Publishing
47. Microsoft. (2020). *About*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.microsoft.com/en-us/about>
48. Ministrstvo za finance. (2020). *Seznam veljavnih konvencij o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka in premoženja*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz <https://www.gov.si/drzavni-organi/ministrstva/ministrstvo-za-finance/o-ministrstvu/direktorat-za-sistem-davcnih-carinskih-in-drugih-javnih-prihodkov/seznam-veljavnih-konvencij-o-izogibanju-dvojnega-obdavcevanja-dohodka-in-premozenja/>
49. Organization for Economic Co-operation and Development. (2015a). *Aligning Transfer Pricing Outcomes with Value Creation, Actions 8-10 – 2015 Final Reports, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*. Pariz: OECD Publishing.
50. Organization for Economic Co-operation and Development. (2019a). *BEPS Actions*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz <http://www.oecd.org/tax/beps/beps-actions/>
51. Organization for Economic Co-operation and Development. (2015b). *Developing a Multilateral Instrument to Modify Bilateral Tax Treaties, Action 15 – 2015 Final Report, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*. Pariz: OECD Publishing.
52. Organization for Economic Co-operation and Development. (2019b). *Harmful Tax Practices - 2018 Progress Report on Preferential Regimes: Inclusive Framework on BEPS: Action 5, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*. Pariz: OECD Publishing.
53. Organization for Economic Co-operation and Development. (2017a). *Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 – 2016 Update: Inclusive Framework on BEPS, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*. Pariz: OECD Publishing.
54. Organization for Economic Co-operation and Development. (2019c). *Model Tax Convention on Income and on Capital 2017*. Pariz: OECD Publishing.
55. Organization for Economic Co-operation and Development. (2008). *The OECD*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz <https://www.oecd.org/newsroom/34011915.pdf>
56. Organization for Economic Co-operation and Development. (2019d). *Transfer Pricing Country Profiles*. Pridobljeno 12. maja 2020 iz <http://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/transfer-pricing-country-profiles.htm>

57. Organization for Economic Co-operation and Development. (2015c). *Transfer Pricing Documentation and Country-by-Country Reporting, Action 13 – 2015 Final Report, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project*. Pariz: OECD Publishing.
58. Organization for Economic Co-operation and Development. (2017b). *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2017*. Pariz: OECD Publishing.
59. Organization for Economic Co-operation and Development. (2020). *Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions: Inclusive Framework on BEPS Actions 4, 8-10*. Pariz: OECD Publishing.
60. Petauer, B. (2005). *Transferne cene: eden največjih davčnih problemov sodobnega časa*. Lesce: Legat.
61. Philip Morris International. (2020). *Discover who we are*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.pmi.com/who-we-are/overview>
62. PricewaterhouseCoopers. (2014). *Navigating the complexity – Findings from the financial transactions transfer pricing global survey 2013*. Pridobljeno 3. marca 2020 iz <https://www.pwc.com/gx/en/tax/transfer-pricing/assets/full-report-2013.pdf>
63. PricewaterhouseCoopers (2020). *Worldwide Tax Summaries - Corporate and individual taxes in 151 territories worldwide*. Pridobljeno 21. januarja 2020 iz <http://taxsummaries.pwc.com/ID/tax-summaries-home>
64. PricewaterhouseCoopers Belastingadviseurs N.V. (2016). *Financing options: Debt versus equity - A country overview*. Pridobljeno 3. marca 2020 iz <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-financing-options-debt-versus-equity.pdf>
65. PricewaterhouseCoopers SIA (2019). *Transfer pricing methods*. Pridobljeno 24. januarja 2020 iz <https://www.pwc.com/lv/en/about/services/Tax/transferpricing/Transfer%20pricing%20methods%20ENG.pdf>
66. Rumsey, J. D. (2020). *How to Interpret a Correlation Coefficient r*. Pridobljeno 20. maja 2020 iz <https://www.dummies.com/education/math/statistics/how-to-interpret-a-correlation-coefficient-r/>
67. Serghiescu, L. & Văidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm - an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15(2014), 1447-1457.
68. Slovenska poslovna točka. (2020a). *Lastniško financiranje*. Pridobljeno 1. marca 2020 iz <http://evem.gov.si/info/poslujem/financiranje/lastnisko-financiranje/>
69. Slovenska poslovna točka. (2020b). *Dolžniško financiranje*. Pridobljeno 7. marca 2020 iz <http://evem.gov.si/info/poslujem/financiranje/dolznisko-financiranje/>
70. Slovenski inštitut za revizijo. (2016). *Pravila skrbnega računovodenja (2016)*. Pridobljeno 29. februarja 2020 iz <https://si-revizija.si/datoteke/standardi/1508/psr-2016.pdf>
71. Sodin, R. (2010). *Institut tanke kapitalizacije*. Pridobljeno 1. marca 2020 iz <http://www.insolventno-svetovanje.si/upload/file/IN%C5%A0TITUT%20TANKE%20KAPITALIZACIJE.pdf>

72. Standard & Poor's. (2019). *S&P Global Ratings Definitions*. Pridobljeno 5. aprila 2020 iz https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
73. Statstutor. (2020). Spearman's correlation. Pridobljeno 22. maja 2020 iz <http://www.statstutor.ac.uk/resources/uploaded/spearmans.pdf>
74. Šenk – Ileršič, I. (2013). *Mednarodno poslovanje*. Ljubljana: GV založba.
75. Tørsløv, T. R., Wier, L. S. & Zucman G. (2018). *The missing profits of nations*. Pridobljeno 15. februarja 2020 iz <http://www.nber.org/papers/w24701>
76. Turner, G. (2017). *Shifting profits and dodging taxes using debt*. Pridobljeno 18. februarja 2020 iz <https://www.taxjustice.net/wp-content/uploads/2017/11/Dodging-taxes-with-debt-TJN-Briefing.pdf>
77. Tyre, D. (2019). *Debt to Equity Ratio, Demystified*. Pridobljeno 14. maja 2020 iz <https://blog.hubspot.com/sales/debt-equity-ratio>
78. United Nations. (2017). *Practical Manual on Transfer Pricing for Developing Countries*. Pridobljeno 2. maja 2020 iz <https://mnetax.com/wp-content/uploads/2017/04/UN-2017-Manual-TP.pdf>
79. Vukovič, K. (2019). *Kaj so dolgovi in v čem se razlikujejo od drugih vrst obveznosti*. Pridobljeno 29. aprila 2020 iz <https://www.findinfo.si/medijsko-sredisce/v-srediscu/248190>
80. Webber, S. (2010). *Thin Capitalization and Interest Deduction Rules: A Worldwide Survey*. Pridobljeno 11. maja 2020 iz <http://corit-academic.org/wp-content/uploads/2011/12/60TI0683-Webber.pdf>
81. World Bank. (2017). *Special Focus 2 - Arm's-Length Trade: A Source of Post-Crisis Trade Weakness*. Pridobljeno 18. maja 2020 iz <http://pubdocs.worldbank.org/en/222281493655511173/Global-Economic-Prospect- June-2017-Topical-Issue-Arms-length-trade.pdf>
82. Zwillig, M. (2011). Startups need friends, family and fools. *Fortune*. Pridobljeno 1. maja 2020 iz <https://fortune.com/2011/12/22/startups-need-friends-family-and-fools/>

PRILOGE

Priloga 1: Stopnje lastniškosti financiranja izbranih družb.

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Avstrija	KRKA Pharma GmbH, Wien	0,24	0,16	0,20	0,19	-0,21	-0,31	-0,16	-0,05
	ABB AG	0,20	0,25	0,12	0,10	0,14	0,18	0,18	0,23
	Microsoft Oesterreich GmbH	0,35	0,27	0,26	0,18	0,23	0,21	0,22	0,23
	H&M GmbH	0,51	0,44	0,45	0,49	0,47	0,50	0,51	0,60
	MAERSK Oesterreich GmbH	0,92	0,00	0,62	0,65	0,84	0,49	0,75	0,75
	Philip Morris Austria GmbH	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	-0,22	/
Belgija	KRKA Belgium, SA	0,16	-0,27	-0,34	-0,49	-0,46	0,66	/	/
	ABB Industrial Solutions Belgium	0,79	0,61	0,70	0,62	0,63	0,66	0,61	0,59
	Microsoft	0,10	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
	H&M	0,58	0,63	0,62	0,64	0,79	0,84	0,83	0,83
	MAERSK Line Belgium	0,18	0,14	0,09	0,48	0,41	0,67	0,18	0,06
	Philip Morris Benelux	0,03	0,04	0,03	0,04	0,03	0,04	0,04	0,05
Bolgarija	KRKA Bulgaria EOOD	-0,27	0,28	0,23	0,16	0,11	0,03	/	/
	ABB Bulgaria EOOD	0,43	0,37	0,33	0,31	0,32	0,14	0,54	0,19
	Microsoft Bulgaria EOOD	0,59	0,59	0,45	0,39	0,35	0,38	0,39	0,55
	H&M EOOD	0,56	0,34	0,27	0,20	0,15	0,10	0,05	-0,96
	MAERSK Bulgaria LTD EOOD	0,87	0,88	0,09	0,53	0,80	0,78	0,73	0,75
	Philip Morris Bulgaria EOOD	0,04	0,02	0,02	0,03	0,06	0,07	0,04	-0,01
Češka	KRKA ČR, s. r. o.	0,28	0,65	0,71	0,74	0,71	0,75	0,82	0,79
	Microsoft, S.R.O.	0,31	0,25	0,16	0,21	0,29	0,39	0,47	0,45
	H&M CZ, S.R.O.	/	/	0,68	0,70	0,75	0,70	0,69	0,69
	MAERSK, S.R.O.	0,96	0,94	0,93	0,95	0,95	0,95	0,93	0,94
	Philip Morris CR, A.S.	0,63	0,59	0,54	0,54	0,65	0,37	0,47	0,48
Danska	ABB A/S	0,29	0,24	0,28	0,26	0,35	/	/	/
	Microsoft Denmark APS	0,37	0,59	0,60	0,58	/	/	/	/
	H&M A/S	0,41	0,59	0,62	0,62	0,58	/	/	/
	MAERSK A/S	0,19	0,20	0,24	0,25	0,96	/	/	/
	Philip Morris APS	0,05	0,07	0,04	0,03	0,28	/	/	/
Estonija	ABB AS	0,27	0,35	0,38	0,39	0,42	0,48	0,44	0,48
	Microsoft Estonia OU	0,52	0,44	0,46	0,52	0,44	0,40	0,43	0,36

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	H&M OU	0,61	0,60	0,42	0,22	0,10	0,01	/	/
	Philip Morris EESTI OU	0,06	0,04	0,05	0,04	0,05	0,03	0,05	0,03
Finska	KRKA Finland Oy	0,18	0,10	0,19	0,10	/	/	/	/
	ABB OY	0,26	0,31	0,27	0,28	0,31	0,36	0,35	0,36
	Microsoft OY	0,48	0,57	0,46	0,52	0,47	0,43	0,38	0,47
	H&M OY	/	0,58	0,54	0,50	0,48	0,38	0,39	0,58
	Philip Morris Finland OY	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,01
Francija	KRKA France Eurl a capital variable	0,10	0,08	/	-0,86	-0,33	/	/	/
	ABB France	0,27	0,22	0,24	0,24	0,22	0,19	0,17	0,15
	Microsoft France	0,05	0,07	0,16	0,16	0,16	0,18	0,21	0,22
	H&M	/	/	0,53	0,53	0,55	0,49	0,47	0,47
	MAERSK France	0,90	0,84	0,73	0,79	0,67	0,70	0,67	0,84
	Philip Morris France	0,09	0,15	0,15	0,13	0,18	0,01	0,11	0,09
Grčija	ABB S.A.	0,19	0,28	0,31	0,25	0,25	0,27	0,25	0,25
	Microsoft Hellas Sole Shareholder CO. S.A.	0,27	0,35	0,43	0,46	0,42	0,30	0,27	0,14
	H&M S.A.	0,71	0,69	0,75	0,64	0,64	0,67	0,03	0,01
	MAERSK Hellas S.A.	0,39	-0,12	-0,17	-0,09	-0,15	-0,09	-0,08	-0,22
Hrvaška	KRKA-FARMA d.o.o.	0,08	0,66	0,61	0,86	0,63	0,59	0,57	0,65
	ABB d.o.o.	0,27	0,34	0,30	0,13	0,02	-0,07	0,10	0,13
	Microsoft Hrvatska, d.o.o.	0,51	0,43	0,43	0,49	0,45	0,48	0,48	0,45
	H&M d.o.o.	/	0,63	0,73	0,64	0,52	0,43	0,28	0,25
	MAERSK Croatia, d.o.o.	0,81	0,86	0,82	0,79	0,86	0,11	0,09	0,03
	Philip Morris Zagreb, d.o.o.	0,04	0,03	0,03	0,02	0,04	0,06	0,09	0,05
Irska	KRKA PHARMA Dublin Limited	0,68	0,20	0,15	0,17	-0,08	-0,06	-0,17	0,63
	ABB Limited	/	0,19	0,15	0,27	0,17	0,18	0,12	0,32
	H&M Ireland Limited	0,43	0,49	0,48	0,50	0,55	0,58	0,58	0,60
	DAMCO Logistics Ireland Limited	0,48	0,53	0,47	0,45	0,36	0,41	0,63	0,69
	Philip Morris Limited	0,15	0,19	0,19	0,19	0,22	0,25	0,20	/
Italija	KRKA Farmaceutici Milano S.R.L.	0,20	0,04	0,02	0,01	0,02	0,05	0,16	/
	ABB S.P.A.	0,43	0,40	0,38	0,36	0,35	0,09	0,10	0,10
	Microsoft S.R.L.	0,22	0,19	0,09	0,14	0,18	0,19	0,13	0,19
	H&M S.R.L.	0,59	0,63	0,62	0,50	0,53	0,16	0,17	0,16

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	MAERSK Italia S.P.A.	0,65	0,68	0,63	0,55	0,58	0,43	0,48	0,59
	Philip Morris Italia S.R.L.	0,22	0,18	0,19	0,36	0,53	0,58	0,56	0,69
Latvija	SIA KRKA Latvija	0,04	0,44	0,41	0,34	0,29	0,16	0,09	1,00
	ABB SIA	0,58	0,60	0,57	0,52	0,61	0,58	0,58	0,63
	Microsoft Latvia SIA	0,33	0,34	0,45	0,54	0,56	0,55	0,54	0,58
	H&M SIA	0,68	0,69	0,71	0,73	0,69	0,13	0,00	/
	MAERSK Latvija SIA	0,56	0,72	0,80	0,74	0,76	0,46	0,88	0,85
	Philip Morris Latvia SIA	0,03	0,02	0,03	0,02	0,04	0,03	0,03	0,03
Madžarska	KRKA Magyarország Kft.	0,66	0,68	0,68	0,72	0,69	0,71	0,75	0,70
	ABB Installacios Kft	0,65	0,85	0,91	0,92	0,92	0,86	0,72	0,87
	Microsoft Magyarország	0,36	0,28	0,36	0,16	0,22	0,65	0,70	0,66
	H&M	0,52	0,41	0,39	0,36	0,32	0,26	0,29	0,29
	MAERSK Hungary Shipping Agency Companyi Limited	0,69	0,59	0,63	0,67	0,71	0,71	0,68	0,42
	Philip Morris Magyarország	0,04	0,04	0,04	0,04	-0,07	0,15	0,14	0,14
Nemčija	TAD Pharma GmbH	0,65	0,13	0,09	0,10	0,14	0,15	0,20	0,22
	ABB AG	0,37	0,37	0,37	0,39	0,39	0,34	0,38	0,40
	Microsoft Deutschland GmbH	0,21	0,34	0,36	0,48	0,33	0,31	0,37	0,34
	H&M B.V. & CO. KG	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
	Philip Morris GmbH	0,61	0,57	0,45	0,26	0,38	0,42	0,41	0,32
Nizozemska	ABB B.V.	/	0,30	0,25	0,17	0,14	0,12	0,12	0,33
	Microsoft Datacenter Netherlands B.V.	0,07	0,10	0,15	0,02	0,03	0,02	0,03	0,01
	APM Terminals Rotterdam B.V.	0,86	0,86	0,88	0,87	0,85	0,83	0,84	0,83
	Philip Morris Holland B.V.	0,15	0,36	0,19	0,31	0,11	0,58	0,38	0,62
Poljska	KRKA - POLSKA Sp. z o.o.	0,44	0,71	0,65	0,75	0,77	0,79	0,72	0,68
	ABB SP. Z O.O.	0,25	0,30	0,32	0,36	0,35	0,41	0,34	0,32
	H&M SP. Z O.O.	0,57	0,58	0,64	0,61	0,66	0,70	0,73	0,71
	MAERSK Polska SP. Z O.O.	/	0,39	0,39	0,18	0,20	0,60	0,58	0,55
	Philip Morris Polska Distribution SP. Z O.O.	0,32	0,30	0,26	0,26	0,27	0,22	0,26	0,31
Portugalska	KRKA Farmaceutica, Unipessoal Lda.	0,71	0,23	0,30	0,29	0,23	0,24	0,38	0,34
	ABB Power Systems Portugal, S.A.	0,29	0,29	0,23	0,26	0,26	0,20	0,18	0,19
	MSFT - Software para microcomputadores, LDA	0,10	0,11	0,12	0,14	0,13	0,12	0,17	0,19
	H&M, LDA	0,51	0,52	0,55	0,56	0,51	0,47	0,49	0,44

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	MAERSK Portugal - Agentes de transportes internacionais, Lda	0,23	0,24	0,89	0,91	/	0,84	0,72	0,91
Romunija	KRKA Romania S.R.L.	0,23	0,32	0,36	0,40	0,19	0,17	0,14	0,08
	ABB SRL	0,16	0,16	0,17	0,27	0,17	0,20	0,15	0,12
	H&M, SRL	0,58	0,46	0,39	0,35	0,29	0,26	0,16	/
	MAERSK Romania SRL	0,52	0,59	0,40	0,65	0,67	0,74	0,71	0,46
	Philip Morris Trading SRL	0,37	0,41	0,37	0,21	0,15	0,12	0,21	0,26
Slovaška	KRKA Slovensko, s.r.o.	0,81	0,60	0,56	0,66	0,56	0,55	0,65	0,81
	Microsoft Slovakia, S.R.O.	0,35	0,41	0,36	0,25	0,33	0,43	0,28	0,77
	H&M SK, S.R.O.	0,51	0,42	0,56	0,45	0,43	/	0,24	/
	Philip Morris Slovakia, S.R.O.	0,14	0,11	0,16	0,12	0,12	0,15	0,17	0,11
Slovenija	KRKA, d.d.	0,14	0,81	0,78	0,81	0,78	0,78	0,79	0,78
	ABB inženiring d.o.o.	0,38	0,33	0,30	0,34	0,39	0,24	0,29	0,43
	Microsoft, družba za računalniške programe in opremo d.o.o.	0,34	0,20	0,20	0,16	0,38	0,24	0,48	0,61
	H&M d.o.o., družba z modnimi oblačili	0,63	0,62	0,60	0,61	0,72	0,80	0,80	0,80
	MAERSK ADRIA, trgovina, storitve in posredništvo d.o.o.	0,73	0,68	0,65	0,69	0,74	0,38	0,28	0,31
	Philip Morris Ljubljana, trgovsko podjetje, d.o.o.	0,07	0,05	0,08	0,05	0,05	0,05	0,06	0,04
Španija	KRKA Farmaceutica S.L.	0,13	0,18	0,18	0,14	0,10	0,03	0,51	0,86
	ABB Electrification Solutions S.L.	0,38	0,39	-0,04	0,22	0,29	0,39	-0,91	-0,88
	Microsoft Iberica SRL	0,36	0,59	0,56	0,54	0,55	0,53	0,53	0,46
	H&M SL	0,27	0,53	0,52	0,57	0,60	0,68	0,64	0,65
	MAERSK SL	0,17	0,54	0,02	0,06	0,19	0,10	0,78	0,86
	Philip Morris Spain SL	0,44	0,35	0,36	0,37	0,33	0,31	0,52	0,43
Švedska	KRKA Sverige AB	0,32	0,14	0,13	0,29	0,25	0,19	0,20	0,50
	ABB Power Grids Sweden AB	0,35	0,40	0,31	0,32	0,28	0,39	0,37	0,39
	Microsoft Aktiebolag	0,25	0,27	0,26	0,27	0,27	0,25	0,28	0,27
	H&M, GBC AB	0,17	0,32	0,39	0,46	0,49	0,20	0,65	0,64
	MAERSK Sverige Aktiebolag	0,22	0,23	0,28	0,25	0,25	0,24	0,25	0,26
	Philip Morris Aktiebolag	0,15	0,18	0,18	0,23	0,08	0,22	0,24	0,08

Vir: lastno delo.

Priloga 2: Stopnje dolžniškosti financiranja izbranih družb.

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Avstrija	KRKA Pharma GmbH, Wien	0,76	0,84	0,80	0,81	1,21	1,31	1,16	1,05
	ABB AG	0,80	0,75	0,88	0,90	0,86	0,82	0,82	0,77
	Microsoft Oesterreich GmbH	0,65	0,73	0,74	0,82	0,77	0,79	0,78	0,77
	H&M GmbH	0,49	0,56	0,55	0,51	0,53	0,50	0,49	0,40
	MAERSK Oesterreich GmbH	0,08	1,00	0,38	0,35	0,16	0,51	0,25	0,25
	Philip Morris Austria GmbH	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	1,22	/
Belgija	KRKA Belgium, SA	1,08	1,27	1,34	1,49	1,46	0,34	/	/
	ABB Industrial Solutions Belgium	0,21	0,39	0,30	0,38	0,37	0,34	0,39	0,41
	Microsoft	0,90	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00
	H&M	0,42	0,37	0,38	0,36	0,21	0,16	0,17	0,17
	MAERSK Line Belgium	0,82	0,86	0,91	0,52	0,59	0,33	0,82	0,94
	Philip Morris Benelux	0,97	0,96	0,97	0,96	0,97	0,96	0,96	0,95
Bolgarija	KRKA Bulgaria EOOD	0,61	0,72	0,77	0,84	0,89	0,97	/	/
	ABB Bulgaria EOOD	0,57	0,63	0,67	0,69	0,68	0,86	0,46	0,81
	Microsoft Bulgaria EOOD	0,41	0,41	0,55	0,61	0,65	0,62	0,61	0,45
	H&M EOOD	0,44	0,66	0,73	0,80	0,85	0,90	0,95	1,96
	MAERSK Bulgaria LTD EOOD	0,13	0,12	0,91	0,47	0,20	0,22	0,27	0,25
	Philip Morris Bulgaria EOOD	0,96	0,98	0,98	0,97	0,94	0,93	0,96	1,01
Češka	KRKA ČR, s. r. o.	0,43	0,35	0,29	0,26	0,29	0,25	0,18	0,21
	Microsoft, S.R.O.	0,69	0,75	0,84	0,79	0,71	0,61	0,53	0,55
	H&M CZ, S.R.O.	/	/	0,32	0,30	0,25	0,30	0,31	0,31
	MAERSK, S.R.O.	0,04	0,06	0,07	0,05	0,05	0,05	0,07	0,06
	Philip Morris CR, A.S.	0,37	0,41	0,46	0,46	0,35	0,63	0,53	0,52
Danska	ABB A/S	0,71	0,76	0,72	0,74	0,65	/	/	/
	Microsoft Denmark APS	0,63	0,41	0,40	0,42	/	/	/	/
	H&M A/S	0,59	0,41	0,38	0,38	0,42	/	/	/
	MAERSK A/S	0,81	0,80	0,76	0,75	0,04	/	/	/
	Philip Morris APS	0,95	0,93	0,96	0,97	0,72	/	/	/
Estonija	ABB AS	0,73	0,65	0,62	0,61	0,58	0,52	0,56	0,52

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	Microsoft Estonia OU	0,48	0,56	0,54	0,48	0,56	0,60	0,57	0,64
	H&M OU	0,39	0,40	0,58	0,78	0,90	0,99	/	/
	Philip Morris EESTI OU	0,94	0,96	0,95	0,96	0,95	0,97	0,95	0,97
Finska	KRKA Finland Oy	0,82	0,90	0,81	0,90	/	/	/	/
	ABB OY	0,74	0,69	0,73	0,72	0,69	0,64	0,65	0,64
	Microsoft OY	0,52	0,43	0,54	0,48	0,53	0,57	0,62	0,53
	H&M OY	/	0,42	0,46	0,50	0,52	0,62	0,61	0,42
	Philip Morris Finland OY	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,98	0,99
Francija	KRKA France Eurl a capital variable	/	0,92	/	1,86	1,33	/	/	/
	ABB France	0,73	0,78	0,76	0,76	0,78	0,81	0,83	0,85
	Microsoft France	0,95	0,93	0,84	0,84	0,84	0,82	0,79	0,78
	H&M	/	/	0,47	0,47	0,45	0,51	0,53	0,53
	MAERSK France	0,10	0,16	0,27	0,21	0,33	0,30	0,33	0,16
	Philip Morris France	0,91	0,85	0,85	0,87	0,82	0,99	0,89	0,91
Grčija	ABB S.A.	0,81	0,72	0,69	0,75	0,75	0,73	0,75	0,75
	Microsoft Hellas Sole Shareholder CO. S.A.	0,73	0,65	0,57	0,54	0,58	0,70	0,73	0,86
	H&M S.A.	0,29	0,31	0,25	0,36	0,36	0,33	0,97	0,99
	MAERSK Hellas S.A.	0,61	1,12	1,17	1,09	1,15	1,09	1,08	1,22
Hrvaška	KRKA-FARMA d.o.o.	0,04	0,34	0,39	0,14	0,37	0,41	0,43	0,35
	ABB d.o.o.	0,73	0,66	0,70	0,87	0,98	1,07	0,90	0,87
	Microsoft Hrvatska, d.o.o.	0,49	0,57	0,57	0,51	0,55	0,52	0,52	0,55
	H&M d.o.o.	/	0,37	0,27	0,36	0,48	0,57	0,72	0,75
	MAERSK Croatia, d.o.o.	0,19	0,14	0,18	0,21	0,14	0,89	0,91	0,97
	Philip Morris Zagreb, d.o.o.	0,96	0,97	0,97	0,98	0,96	0,94	0,91	0,95
Irska	KRKA PHARMA Dublin Limited	0,61	0,80	0,85	0,83	1,08	1,06	1,17	0,37
	ABB Limited	/	0,81	0,85	0,73	0,83	0,82	0,88	0,68
	H&M Ireland Limited	0,57	0,51	0,52	0,50	0,45	0,42	0,42	0,40
	DAMCO Logistics Ireland Limited	0,52	0,47	0,53	0,55	0,64	0,59	0,37	0,31
	Philip Morris Limited	0,85	0,81	0,81	0,81	0,78	0,75	0,80	/
Italija	KRKA Farmaceutici Milano S.R.L.	0,93	0,96	0,98	0,99	0,98	0,95	0,84	/
	ABB S.P.A.	0,57	0,60	0,62	0,64	0,65	0,91	0,90	0,90
	Microsoft S.R.L.	0,78	0,81	0,91	0,86	0,82	0,81	0,87	0,81

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	H&M S.R.L.	0,41	0,37	0,38	0,50	0,47	0,84	0,83	0,84
	MAERSK Italia S.P.A.	0,35	0,32	0,37	0,45	0,42	0,57	0,52	0,41
	Philip Morris Italia S.R.L.	0,78	0,82	0,81	0,64	0,47	0,42	0,44	0,31
Latvija	SIA KRKA Latvija	0,56	0,56	0,59	0,66	0,71	0,84	0,91	0,00
	ABB SIA	0,42	0,40	0,43	0,48	0,39	0,42	0,42	0,37
	Microsoft Latvia SIA	0,67	0,66	0,55	0,46	0,44	0,45	0,46	0,42
	H&M SIA	0,32	0,31	0,29	0,27	0,31	0,87	1,00	/
	MAERSK Latvija SIA	0,44	0,28	0,20	0,26	0,24	0,54	0,12	0,15
	Philip Morris Latvia SIA	0,97	0,98	0,97	0,98	0,96	0,97	0,97	0,97
Madžarska	KRKA Magyarország Kft.	0,35	0,32	0,32	0,28	0,31	0,29	0,25	0,30
	ABB Installacios Kft	0,35	0,15	0,09	0,08	0,08	0,14	0,28	0,13
	Microsoft Magyarország	0,64	0,72	0,64	0,84	0,78	0,35	0,30	0,34
	H&M	0,48	0,59	0,61	0,64	0,68	0,74	0,71	0,71
	MAERSK Hungary Shipping Agency Companyi Limited	0,31	0,41	0,37	0,33	0,29	0,29	0,32	0,58
	Philip Morris Magyarország	0,96	0,96	0,96	0,96	1,07	0,85	0,86	0,86
Nemčija	TAD Pharma GmbH	0,83	0,87	0,91	0,90	0,86	0,85	0,80	0,78
	ABB AG	0,63	0,63	0,63	0,61	0,61	0,66	0,62	0,60
	Microsoft Deutschland GmbH	0,79	0,66	0,64	0,52	0,67	0,69	0,63	0,66
	H&M B.V. & CO. KG	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
	Philip Morris GmbH	0,39	0,43	0,55	0,74	0,62	0,58	0,59	0,68
Nizozemska	ABB B.V.	/	0,70	0,75	0,83	0,86	0,88	0,88	0,67
	Microsoft Datacenter Netherlands B.V.	0,93	0,90	0,85	0,98	0,97	0,98	0,97	0,99
	APM Terminals Rotterdam B.V.	0,14	0,14	0,12	0,13	0,15	0,17	0,16	0,17
	Philip Morris Holland B.V.	0,85	0,64	0,81	0,69	0,89	0,42	0,62	0,38
Poljska	KRKA - POLSKA Sp. z o.o.	0,27	0,29	0,35	0,25	0,23	0,21	0,28	0,32
	ABB SP. Z O.O.	0,75	0,70	0,68	0,64	0,65	0,59	0,66	0,68
	H&M SP. Z O.O.	0,43	0,42	0,36	0,39	0,34	0,30	0,27	0,29
	MAERSK Polska SP. Z O.O.	/	0,61	0,61	0,82	0,80	0,40	0,42	0,45
	Philip Morris Polska Distribution SP. Z O.O.	0,68	0,70	0,74	0,74	0,73	0,78	0,74	0,69
Portugalska	KRKA Farmaceutica, Unipessoal Lda.	0,71	0,77	0,70	0,71	0,77	0,76	0,62	0,66
	ABB Power Systems Portugal, S.A.	0,71	0,71	0,77	0,74	0,74	0,80	0,82	0,81
	MSFT - Software para microcomputadores, LDA	0,90	0,89	0,88	0,86	0,87	0,88	0,83	0,81

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	H&M, LDA	0,49	0,48	0,45	0,44	0,49	0,53	0,51	0,56
	MAERSK Portugal - Agentes de transportes internacionais, Lda	0,77	0,76	0,11	0,09	/	0,16	0,28	0,09
Romunija	KRKA Romania S.R.L.	0,72	0,68	0,64	0,60	0,81	0,83	0,86	0,92
	ABB SRL	0,84	0,84	0,83	0,73	0,83	0,80	0,85	0,88
	H&M, SRL	0,42	0,54	0,61	0,65	0,71	0,74	0,84	/
	MAERSK Romania SRL	0,48	0,41	0,60	0,35	0,33	0,26	0,29	0,54
	Philip Morris Trading SRL	0,63	0,59	0,63	0,79	0,85	0,88	0,79	0,74
Slovaška	KRKA Slovensko, s.r.o.	0,45	0,40	0,44	0,34	0,44	0,45	0,35	0,19
	Microsoft Slovakia, S.R.O.	0,65	0,59	0,64	0,75	0,67	0,57	0,72	0,23
	H&M SK, S.R.O.	0,49	0,58	0,44	0,55	0,57	/	0,76	/
	Philip Morris Slovakia, S.R.O.	0,86	0,89	0,84	0,88	0,88	0,85	0,83	0,89
Slovenija	KRKA, d.d.	0,19	0,19	0,22	0,19	0,22	0,22	0,21	0,22
	ABB inženiring d.o.o.	0,62	0,67	0,70	0,66	0,61	0,76	0,71	0,57
	Microsoft, družba za računalniške programe in opremo d.o.o.	0,66	0,80	0,80	0,84	0,62	0,76	0,52	0,39
	H&M d.o.o., družba z modnimi oblačili	0,37	0,38	0,40	0,39	0,28	0,20	0,20	0,20
	MAERSK ADRIA, trgovina, storitve in posredništvo d.o.o.	0,27	0,32	0,35	0,31	0,26	0,62	0,72	0,69
	Philip Morris Ljubljana, trgovsko podjetje, d.o.o.	0,93	0,95	0,92	0,95	0,95	0,95	0,94	0,96
Španija	KRKA Farmaceutica S.L.	0,80	0,82	0,82	0,86	0,90	0,97	0,49	0,14
	ABB Electrification Solutions S.L.	0,62	0,61	1,04	0,78	0,71	0,61	1,91	1,88
	Microsoft Iberica SRL	0,64	0,41	0,44	0,46	0,45	0,47	0,47	0,54
	H&M SL	0,73	0,47	0,48	0,43	0,40	0,32	0,36	0,35
	MAERSK SL	0,83	0,46	0,98	0,94	0,81	0,90	0,22	0,14
	Philip Morris Spain SL	0,56	0,65	0,64	0,63	0,67	0,69	0,48	0,57
Švedska	KRKA Sverige AB	0,94	0,86	0,87	0,71	0,75	0,81	0,80	0,50
	ABB Power Grids Sweden AB	0,65	0,60	0,69	0,68	0,72	0,61	0,63	0,61
	Microsoft Aktiebolag	0,75	0,73	0,74	0,73	0,73	0,75	0,72	0,73
	H&M, GBC AB	0,83	0,68	0,61	0,54	0,51	0,80	0,35	0,36
	MAERSK Sverige Aktiebolag	0,78	0,77	0,72	0,75	0,75	0,76	0,75	0,74
	Philip Morris Aktiebolag	0,85	0,82	0,82	0,77	0,92	0,78	0,76	0,92

Vir: lastno delo.

Priloga 3: Kazalniki finančnega vzvoda izbranih družb.

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Avstrija	KRKA Pharma GmbH, Wien	3,17	5,26	4,01	4,32	-5,77	-4,21	-7,30	-19,24
	ABB AG	3,92	2,94	7,57	8,63	6,05	4,58	4,65	3,31
	Microsoft Oesterreich GmbH	1,89	2,73	2,91	4,57	3,33	3,74	3,57	3,33
	H&M GmbH	0,96	1,28	1,24	1,05	1,13	0,99	0,96	0,67
	MAERSK Oesterreich GmbH	0,09	0,00	0,61	0,54	0,19	1,05	0,33	0,33
	Philip Morris Austria GmbH	49,67	56,46	55,72	60,94	49,12	41,32	-5,45	/
Belgija	KRKA Belgium, SA	-12,83	-4,65	-3,94	-3,04	-3,19	0,51	/	/
	ABB Industrial Solutions Belgium	0,26	0,64	0,43	0,61	0,58	0,53	0,65	0,68
	Microsoft	8,89	380,84	470,92	152,15	98,02	170,98	416,21	302,45
	H&M	0,72	0,59	0,63	0,56	0,26	0,18	0,20	0,20
	MAERSK Line Belgium	4,44	6,00	10,23	1,09	1,46	0,50	4,58	16,09
	Philip Morris Benelux	33,37	24,83	29,63	22,04	31,45	23,38	25,31	20,20
Bolgarija	KRKA Bulgaria EOOD	1,55	2,62	3,44	5,09	8,24	28,76	/	/
	ABB Bulgaria EOOD	1,33	1,71	1,99	2,24	2,10	6,01	0,87	4,17
	Microsoft Bulgaria EOOD	0,69	0,70	1,21	1,55	1,84	1,62	1,54	0,81
	H&M EOOD	0,79	1,93	2,66	4,03	5,76	8,66	19,76	-2,04
	MAERSK Bulgaria LTD EOOD	0,15	0,13	9,82	0,90	0,24	0,28	0,37	0,34
	Philip Morris Bulgaria EOOD	24,27	52,42	48,61	34,94	16,78	12,61	22,17	-71,96
Češka	KRKA ČR, s. r. o.	0,77	0,53	0,41	0,35	0,42	0,33	0,22	0,26
	Microsoft, S.R.O.	2,24	2,94	5,29	3,72	2,39	1,59	1,14	1,22
	H&M CZ, S.R.O.	/	/	0,48	0,42	0,34	0,43	0,46	0,44
	MAERSK, S.R.O.	0,04	0,07	0,08	0,05	0,05	0,06	0,07	0,07
	Philip Morris CR, A.S.	0,58	0,69	0,86	0,84	0,54	1,71	1,13	1,07
Danska	ABB A/S	2,45	3,19	2,56	2,81	1,83	/	/	/
	Microsoft Denmark APS	1,67	0,68	0,66	0,74	/	/	/	/
	H&M A/S	1,44	0,70	0,61	0,62	0,72	/	/	/
	MAERSK A/S	4,33	4,05	3,12	3,00	0,04	/	/	/
	Philip Morris APS	18,77	12,72	26,97	37,42	2,58	/	/	/
Estonija	ABB AS	2,64	1,87	1,64	1,56	1,36	1,08	1,27	1,09

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	Microsoft Estonia OU	0,91	1,28	1,17	0,92	1,30	1,50	1,31	1,77
	H&M OU	0,63	0,66	1,38	3,53	8,65	82,67	/	/
	Philip Morris EESTI OU	14,68	21,94	20,11	21,56	18,97	29,52	18,36	28,09
Finska	KRKA Finland Oy	4,59	8,74	4,19	8,95	/	/	/	/
	ABB OY	2,85	2,21	2,64	2,56	2,27	1,76	1,88	1,78
	Microsoft OY	1,10	0,74	1,15	0,92	1,11	1,32	1,60	1,15
	H&M OY	/	0,73	0,84	1,00	1,07	1,65	1,55	0,72
	Philip Morris Finland OY	310,06	331,05	412,21	326,31	207,02	184,70	46,42	180,96
Francija	KRKA France Eurl a capital variable	/	11,46	/	-2,16	-4,07	/	/	/
	ABB France	2,66	3,48	3,16	3,16	3,45	4,27	4,90	5,79
	Microsoft France	18,27	12,51	5,12	5,08	5,32	4,41	3,74	3,48
	H&M	/	/	0,89	0,88	0,83	1,02	1,12	1,12
	MAERSK France	0,90	0,84	0,73	0,79	0,67	0,70	0,67	0,84
	Philip Morris France	10,33	5,46	5,81	6,77	4,67	122,58	8,28	10,17
Grčija	ABB S.A.	4,28	2,54	2,22	3,02	2,97	2,77	3,04	2,92
	Microsoft Hellas Sole Shareholder CO. S.A.	2,69	1,89	1,34	1,15	1,36	2,28	2,64	6,31
	H&M S.A.	0,42	0,45	0,33	0,56	0,56	0,49	38,13	84,29
	MAERSK Hellas S.A.	1,57	-9,69	-7,05	-12,53	-7,56	-11,58	-12,98	-5,60
Hrvaška	KRKA-FARMA d.o.o.	0,05	0,52	0,63	0,17	0,58	0,70	0,75	0,53
	ABB d.o.o.	2,70	1,94	2,36	6,50	39,20	-16,25	9,21	6,90
	Microsoft Hrvatska, d.o.o.	0,97	1,32	1,31	1,02	1,24	1,07	1,10	1,21
	H&M d.o.o.	/	0,60	0,37	0,56	0,92	1,32	2,58	3,03
	MAERSK Croatia, d.o.o.	0,23	0,16	0,21	0,26	0,16	8,36	10,54	28,75
	Philip Morris Zagreb, d.o.o.	21,34	33,73	33,47	57,83	21,92	15,09	10,19	18,66
Irska	KRKA PHARMA Dublin Limited	1,55	4,03	5,70	4,75	-14,23	-17,29	-6,73	0,58
	ABB Limited	/	4,23	5,68	2,76	4,87	4,66	7,50	2,10
	H&M Ireland Limited	1,32	1,04	1,08	1,01	0,81	0,71	0,74	0,67
	DAMCO Logistics Ireland Limited	1,07	0,89	1,11	1,23	1,76	1,45	0,58	0,45
	Philip Morris Limited	5,60	4,30	4,21	4,40	3,49	2,95	4,09	/
Italija	KRKA Farmaceutici Milano S.R.L.	14,34	26,16	44,13	137,04	45,88	18,91	5,25	/
	ABB S.P.A.	1,33	1,50	1,66	1,74	1,86	9,98	9,09	8,71
	Microsoft S.R.L.	3,51	4,20	9,82	6,21	4,44	4,28	6,51	4,22

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	H&M S.R.L.	0,71	0,58	0,61	0,98	0,88	5,09	4,99	5,43
	MAERSK Italia S.P.A.	0,54	0,47	0,58	0,82	0,72	1,34	1,08	0,69
	Philip Morris Italia S.R.L.	3,53	4,54	4,37	1,74	0,87	0,74	0,80	0,46
Latvija	SIA KRKA Latvija	1,29	1,28	1,45	1,91	2,41	5,06	10,29	0,00
	ABB SIA	0,73	0,66	0,75	0,91	0,64	0,73	0,71	0,60
	Microsoft Latvia SIA	2,03	1,96	1,20	0,86	0,80	0,81	0,85	0,72
	H&M SIA	0,48	0,45	0,41	0,37	0,44	6,94	580,23	/
	MAERSK Latvija SIA	0,78	0,38	0,25	0,35	0,31	1,19	0,14	0,18
	Philip Morris Latvia SIA	29,30	52,90	35,39	46,01	26,39	30,26	36,92	29,81
Madžarska	KRKA Magyarország Kft.	0,54	0,46	0,47	0,39	0,45	0,40	0,33	0,43
	ABB Installacios Kft	0,54	0,18	0,10	0,09	0,09	0,16	0,39	0,15
	Microsoft Magyarorzag	1,75	2,53	1,81	5,13	3,53	0,54	0,42	0,52
	H&M	0,94	1,42	1,55	1,78	2,15	2,78	2,41	2,46
	MAERSK Hungary Shipping Agency Companyi Limited	0,44	0,70	0,59	0,49	0,40	0,41	0,47	1,41
	Philip Morris Magyarorzag	25,02	22,29	24,17	27,18	-15,76	5,60	6,36	6,17
Nemčija	TAD Pharma GmbH	5,05	6,68	10,32	9,30	6,40	5,73	3,96	3,48
	ABB AG	1,71	1,73	1,72	1,55	1,55	1,95	1,62	1,52
	Microsoft Deutschland GmbH	3,84	1,93	1,76	1,09	2,01	2,26	1,69	1,94
	H&M B.V. & CO. KG	115,66	145,15	143,56	151,98	162,13	192,78	172,34	159,49
	Philip Morris GmbH	0,64	0,75	1,22	2,92	1,61	1,40	1,43	2,13
Nizozemska	ABB B.V.	/	2,38	2,97	5,05	6,37	7,08	7,59	2,03
	Microsoft Datacenter Netherlands B.V.	12,64	9,01	5,89	40,45	35,06	40,53	32,10	72,78
	APM Terminals Rotterdam B.V.	0,17	0,16	0,14	0,14	0,18	0,20	0,19	0,21
	Philip Morris Holland B.V.	5,75	1,81	4,25	2,22	8,26	0,74	1,64	0,61
Poljska	KRKA - POLSKA Sp. z o.o.	0,36	0,41	0,54	0,34	0,29	0,27	0,39	0,48
	ABB SP. Z O.O.	2,92	2,36	2,17	1,77	1,86	1,42	1,96	2,12
	H&M SP. Z O.O.	0,77	0,73	0,57	0,63	0,53	0,44	0,36	0,41
	MAERSK Polska SP. Z O.O.	/	1,56	1,58	4,61	3,92	0,66	0,74	0,80
	Philip Morris Polska Distribution SP. Z O.O.	2,13	2,31	2,78	2,89	2,75	3,52	2,83	2,22
Portugalska	KRKA Farmaceutica, Unipessoal Lda.	2,42	3,30	2,30	2,49	3,40	3,14	1,61	1,92
	ABB Power Systems Portugal, S.A.	2,40	2,47	3,26	2,91	2,90	3,94	4,66	4,18
	MSFT - Software para microcomputadores, LDA	9,12	8,20	7,51	6,36	6,55	7,10	4,76	4,23

Država	Izbrane družbe	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	H&M, LDA	0,98	0,93	0,81	0,78	0,95	1,11	1,03	1,25
	MAERSK Portugal - Agentes de transportes internacionais, Lda	3,27	3,26	0,13	0,10	/	0,19	0,38	0,09
Romunija	KRKA Romania S.R.L.	2,61	2,16	1,80	1,51	4,25	4,98	6,36	12,03
	ABB SRL	5,17	5,41	4,86	2,70	4,72	3,98	5,67	7,54
	H&M, SRL	0,73	1,18	1,58	1,82	2,41	2,86	5,31	/
	MAERSK Romania SRL	0,92	0,71	1,47	0,55	0,48	0,35	0,40	1,16
	Philip Morris Trading SRL	1,74	1,43	1,70	3,72	5,61	7,43	3,85	2,84
Slovaška	KRKA Slovensko, s.r.o.	0,81	0,67	0,79	0,52	0,79	0,80	0,54	0,24
	Microsoft Slovakia, S.R.O.	1,86	1,46	1,80	2,93	2,03	1,35	2,53	0,31
	H&M SK, S.R.O.	0,95	1,36	0,78	1,24	1,34	/	3,17	/
	Philip Morris Slovakia, S.R.O.	6,04	7,97	5,37	7,49	7,28	5,85	4,91	7,95
Slovenija	KRKA, d.d.	0,23	0,23	0,28	0,23	0,28	0,28	0,27	0,28
	ABB inženiring d.o.o.	1,63	2,04	2,35	1,90	1,55	3,10	2,40	1,35
	Microsoft, družba za računalniške programe in opremo d.o.o.	1,96	4,07	3,97	5,14	1,64	3,10	1,09	0,63
	H&M d.o.o., družba z modnimi oblačili	0,58	0,61	0,67	0,65	0,39	0,26	0,25	0,25
	MAERSK ADRIA, trgovina, storitve in posredništvo d.o.o.	0,37	0,47	0,54	0,45	0,35	1,61	2,62	2,20
	Philip Morris Ljubljana, trgovsko podjetje, d.o.o.	13,31	20,52	12,01	19,21	17,50	17,75	15,33	25,45
Španija	KRKA Farmaceutica S.L.	4,10	4,62	4,42	6,33	8,57	27,73	0,95	0,17
	ABB Electrification Solutions S.L.	1,62	1,55	-25,14	3,63	2,43	1,54	-2,10	-2,14
	Microsoft Iberica SRL	1,74	0,70	0,79	0,85	0,83	0,89	0,87	1,19
	H&M SL	2,71	0,89	0,94	0,75	0,66	0,48	0,57	0,54
	MAERSK SL	4,98	0,85	46,05	14,90	4,38	9,47	0,29	0,17
	Philip Morris Spain SL	1,26	1,84	1,80	1,71	1,99	2,21	0,92	1,34
Švedska	KRKA Sverige AB	16,95	6,03	6,58	2,41	2,99	4,34	3,90	0,98
	ABB Power Grids Sweden AB	1,82	1,51	2,22	2,14	2,52	1,54	1,67	1,56
	Microsoft Aktiebolag	3,00	2,67	2,86	2,65	2,71	2,93	2,55	2,65
	H&M, GBC AB	4,82	2,17	1,58	1,16	1,02	3,88	0,54	0,55
	MAERSK Sverige Aktiebolag	3,64	3,39	2,63	3,02	3,01	3,25	2,93	2,80
	Philip Morris Aktiebolag	5,70	4,50	4,42	3,34	11,61	3,50	3,16	11,70

Vir: lastno delo.