

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XV. • číslo 2 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • 2015



SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY
BRATISLAVA

CECGA

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XV. • číslo 2 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • 2015

OBSAH

☐ ÚVODNÍK	1
<i>Peter KRIŠTOFÍK, zástupca šéfredaktora</i>	
☐ INTERVIEW	
PODHODNOTENÝM KURZOM EURA PROTI DEFLÁCII	2
<i>Vladimír VAŇO, MBA, hlavný analytik Sberbank Europe</i>	
☐ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
CECGA ROZŠÍRILA KRITÉRIÁ HODNOTENIA SPOLOČNOSTÍ	7
<i>Lenka DEBNÁROVÁ</i>	
CESTY K ZVYŠOVANIU EFEKTIVITY V PODNIKoch	10
<i>Marián BÓDI</i>	
HYBRIDNÉ CENNÉ PAPIERE	14
<i>Božena HRVOLOVÁ – Anna POLEDNÁKOVÁ</i>	
FINANČNÉ NÁSTROJE V PROGRAMOVOM OBDOBÍ 2014 – 2020	21
<i>Daniel PITOŇÁK</i>	
VYBRANÉ UKAZOVATELE O PODNIKATELSKÝCH SUBJEKTOCH PÔSOBIACICH NA SLOVENSKU V ROKOCH 2010 – 2012 (1. ČASŤ)	24
<i>Ladislav KABÁT – Monika MAJKOVÁ-SOBEKOVÁ – Zuzana VINCÚROVÁ</i>	
DAŇ Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ – II.ČASŤ NÁVRH SMERNICE EÚ, DAŇOVÁ POVINNOSŤ, PLATENIE DANE, PRÁVNE PREKÁŽKY	30
<i>Erika Mária JAMBOROVÁ</i>	
ZADLŽENOSŤ A LIKVIDITA SLOVENSKÝCH FIRIEM V ROKU 2013	34
<i>Monika ONDRUŠEKOVÁ</i>	
☐ STRÁNKY SAF	
Portál CFO.sk podporí aktivity SAF na Slovensku (<i>Matúš Porubský</i>)	38
Odborné podujatia SAF v prvom polroku 2015 (<i>Eduard HOZLÁR</i>)	39
☐ ENGLISH SUMMARY	40



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofik, PhD.

Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. – predseda

Ing. František Chvostal'

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

Vydavateľ

Slovenská asociácia

podnikových finančníkov

Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel.: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadane do tlače
9.4.2015



Vážení členovia a priaznivci Slovenskej asociácie podnikových finančníkov,

ďalšie číslo odborného časopisu Finančný manažér sa Vám dostáva do rúk v čase konania Valného zhromaždenia SAF, ktoré zvyčajne poskytuje priestor na bilancovanie a hodnotenie nielen predchádzajúceho roka, ale členovia sa pri tejto príležitosti stretávajú, aby sa dotkli aj dlhšieho obdobia činnosti našej asociácie. V tejto súvislosti by som sa chcel krátko zamyslieť nad dlhodobým „problémom“, o ktorom sa nielen v našej asociácii frekventovane diskutuje a ktorým je vzťah teórie a praxe v oblasti financií a finančného riadenia.

Ako človeku spojenému s asociáciou už od jej vzniku a zároveň mnoho rokov reprezentujúceho akademické prostredie mi dovoľte, aby som vyjadril svoje potešenie a vyslovil obdiv nad tým, ako sa v SAF darilo a stále darí vytvárať efektívne prepojenie teórie a praxe viacerými spôsobmi – v rámci odborných seminárov asociácie, výročnej konferencie i prostredníctvom stránok tohto časopisu. Postupne sa tak aspoň čiastočne môže odstraňovať bariéra a vzájomná nedôvera, ktorú si akademici a praktici medzi sebou vystavali.

Som si vedomý toho, že budovať kvalitnú teóriu vo väzbe na prax tak, aby bola užitočná pre praktické rozhodovanie finančných manažérov nie je vôbec jednoduché. Na to, aby teoretický výskum slúžil pre potreby praxe a zároveň prax poskytovala spätnú väzbu pre teóriu je, samozrejme, potrebná súčinnosť a spolupráca oboch strán. Žiaľ, problémov negatívne ovplyvňujúcich fungovanie tohto vzťahu je viacero.

Vo veľkej miere je problémom nedôvera praktikov vo výsledky vedeckých výskumov. Tieto výsledky sú naozaj často zložité, komplikované, nedávajú jednoznačnú odpoveď pre operatívne či strategické rozho-

dovanie. Navyše mnohokrát prax predbehne teóriu, praktickí finančníci prídu s riešením problému, ktoré následne teoretici „iba“ zovšeobecnia do ucelenejšieho teoretického konceptu, ktorý sa pre prax ukáže ako zbytočný.

Ďalším problémom „čistej“ finančno-ekonomickej teórie sú nereálne východiská teórií a tým pádom aj nie veľmi praktické závery. V minulosti sme sa často presvedčili, že najvýznamnejšie a v akademických kruhoch oceňované teoretické prístupy (dokonca aj Nobelovou cenou) sú v praxi len zriedkavo uplatniteľné. Zložité teoretické modely vytvorené v tzv. laboratórnych podmienkach a snažiace sa (hlavne) kvantitatívnymi metódami popísať ekonomickú realitu a vyvodiť nejakú predikciu či poskytnúť praktický návod na rozhodovanie narážajú na neustálu zmenu týchto podmienok a socio-ekonomického prostredia vôbec, a tým sa obvykle v očiach praktikov diskvalifikujú, pretože sa nedokážu zmenám operatívne prispôbovať.

Nedôvera zo strany praktických finančníkov sa nezriedka spätne prenáša do predstavy podnikov, že univerzity nemôžu resp. môžu len vo veľmi obmedzenej miere vychovávať a vzdelávať prakticky zameraných absolventov. Táto predstava je na jednej strane spôsobená nedostatočnou alebo aj nesprávnou formuláciou požiadaviek a „objednávok“ z trhu práce a na druhej strane je príčinou tohto stavu skutočnosť, že univerzity sa neustále boria s problémom získavania praktických informácií z podnikovej praxe na formuláciu všeobecnejších a užitočných teoretických konceptov.

To sú len niektoré problémy, na ktoré vo vzťahu teória – prax narážame. Som úprimne rád, že na pôde Slovenskej asociácie podnikových finančníkov a v spolupráci s jednotlivými členmi je možné nájsť platformu na vzájomnú diskusiu teoretikov a praktikov, že sa darí zapájať univerzity do formulácie praktických problémov a spoločne hľadať optimálne riešenia a že aj náš časopis Finančný manažér dáva priestor zdravej a progresívnej konfrontácii teoretických a praktických pohľadov na finančno-ekonomické problémy podnikateľského sektora. A to nie je vôbec málo...

Peter Krištofík
zástupca šéfredaktora

Podhodnoteným kurzom eura proti deflácií

Spoločná európska mena od vlaňajšieho mája oslabil voči americkému doláru o takmer 25 percent. Hlavný analytik Sberbank Europe Vladimír Vaňo, MBA, hovorí, že euro oslabuje podľa očakávania. Európska centrálna banka (ECB) ešte v decembri 2014 naznačila, že urobí čokoľvek, aby zvrátila pád Európy do deflácie. Nákupom dlhopisov zabije dve muchy jednou ranou. Nielenže zaplaví trh peniazmi a zníži ich cenu, ale tým prispeje aj k výraznému oslabeniu výmenného kurzu eura. „Európska ekonomika závisí od dopytu mimo Európy, slabé euro je dobrá správa najmä pre Nemecko,“ tvrdí V. Vaňo. Euro si dlhé roky držalo kurz nad 1,20 dolára, čiže mierne podhodnotený kurz je podľa neho dobrý nástroj na boj s defláciou. Deflácia pritom stále hrozí.

Prezident ECB Mario Draghi vyhlásil (4. marca 2015), že tento rok očakáva v eurozóne nulovú infláciu, predtým ju odhadoval na úrovni 0,7 percenta. Naopak, ekonomika eurozóny bude podľa neho rásť rýchlejšie – o 1,5 percenta tento rok a takmer o dve percentá v roku 2016. Potvrdil, že ECB mesačne nakúpi dlhopisy za 60 miliárd eur do septembra 2016, alebo aj dlhšie, ak bude treba.

Na aktuálne otázky odpovedá hlavný analytik Sberbank Europe Vladimír Vaňo, MBA.

> Európska centrálna banka, v druhej polovici januára (2015), ohlásila po vzore FED-u kvantitatívne uvoľňovanie. K tomuto kroku sa odhodlala v súvislosti s dlhotrvajúcim bojom proti nízkej inflácii. Čo sa dá očakávať od tohto kroku? Ovplyvní to obchodovanie na svetových trhoch?

Už pred aktuálnym začatím kvantitatívneho uvoľňovania, teda dopĺňania likvidity do bankového sektora výmenou za štátne dlhopisy, sme boli svedkami výrazného poklesu nielen sadzieb peňažného trhu

EURIBOR, ale aj výrazného poklesu výnosov do splatnosti zo štátnych dlhopisov.

Nemecké federálne štátne dlhopisy sa pri splatnostiach až do siedmich rokov obchodujú s negatívnym výnosom do splatnosti. S negatívnym výnosom zo štátnych dlhopisov už máme skúsenosť aj na Slovensku, a to nielen na sekundárnom trhu, ale aj v primárnej emisii.

Skutočnosť, že výnosy do splatnosti zo slovenských 10-ročných štátnych dlhopisov sa obchodujú za rekordne nízky výnos do splatnosti 0,46 percent (a kratšie splatnosti ešte nižšie) vytvára priestor pre výrazné zlacnenie obsluhy verejného dlhu a prispieva tak relatívne bezbolestne ku konsolidácii verejných financií.

Rekordne nízke sadzby peňažného trhu, ako aj výnosy na dlhopisovom trhu, však zároveň pre finančný sektor znamenajú dramatické oslabenie najmenej rizikových úrokových výnosov. Najmä na trhu s prebytkom dostupnej likvidity, akým je ten slovenský, takéto prostredie – ako si to želá aj naša ECB – posilní záujem a aktívne vyhľadávanie príležitostí pre umiestnenie likvidity do relatívne výnosnejších úverov súkromnému sektoru.

Priestor pre ďalší potenciálny pokles úrokových sadzieb z úverov, ktorý zodpovedá poklesu najmenej rizikových úrokov/výnosov, by u súkromného sektora učebnicovo mal zároveň prispieť k zvýšeniu počtu rentabilných investičných projektov, o ktorých by pri vyšších úrokoch nemalo pri danej miere rizika zmysel uvažovať.

> Aký bude priamy dopad kvantitatívneho uvoľňovania na financovanie malých a stredných podnikov na Slovensku?

Podľa prieskumu úverových podmienok Európskej centrálnej banky bolo cítiť mierne zlepšenie dostupnosti úverov súkromnému sektoru v Eurozóne už v poslednom vlaňajšom štvrtroku.

Záplava novej likvidity – v zamýšľanom objeme 60 mld. EUR mesačne – ale aj pokles úrokových sadzieb na peňažnom a dlhopisovom trhu prakticky na dohľad absolútnej nuly, by mali ďalej zlepšiť dostupnosť úverov súkromnému sektoru.

Malé a stredné firmy doteraz patrili medzi tie, kde sa cena za riziko premietala do relatívne vyšších úrokových sadzieb, oproti najväčším firmám.

Práve u malých a stredných firiem možno očakávať najelastickejší vzťah medzi cenou peňazí a identifikovaním nových a rentabilných investičných projektov. To by spolu so zostrením bankovej konkurencie na trhu s prebytočnou likviditou mohlo prispieť k zlepšeniu dostupnosti úverov pre malé a stredné firmy.

- > Podľa Róberta Kičinu z Podnikateľskej aliancie Slovenska slovenským firmám slabé euro tiež pomôže exportovať mimo eurozónu. Základné suroviny sa však kótujú v amerických dolároch a logicky ovplyvňujú cenu našich vstupov. Najviac môže slabé euro zdražiť ropu a zemný plyn, s ktorými sa obchoduje v dolároch. Komodity však v posledných mesiacoch tak zlacneli, že tento dopad nie je citelný. Inak by však palivá zlacneli ešte viac. Vzhľadom na posilňovanie dolára môžu zdražiť najmä výrobky dovážané z USA a Číny, najmä počítače, telefóny a iná elektronika, ktorá sa v Európe prakticky nevyrába, ako aj oblečenie, hračky, či športové potreby dovážané zo zámoria.**
- > Sú obavy z možného zdražovania opodstatnené? Ak áno, ako sa to odrazí na podnikateľských aktivitách malých a stredne veľkých slovenských firiem?**

V prvom rade je kľúčové zdôrazniť, že Slovensko je malá a od exportu závislá eurová ekonomika. Päťina slovenského vývozu smeruje do Nemecka, približne polovica do krajín používajúcich euro a viac než 84 percent do krajín nášho domáceho trhu – Európskej únie.

Tak pre ekonomiku eurozóny, ako aj jej najdôležitejšej ekonomickej lokomotívy – Nemecka – je jedným z najdôležitejších trhov práve USA, ale aj ďalšie ekonomické bloky, pre ktoré je dolár hlavnou referenčnou menou – vrátane napríklad Ázie.

Preto z pohľadu vývozu, ako dôležitého ťahúňa rastu nielen na Slovensku, ale aj v Nemecku a v Eurozóne treba jednoznačne povedať, že súčasné slabé euro je pre náš a európsky rast v dnešnej situácii dobré euro. Dokonca treba dodať, že pokiaľ by posilňovanie dolára voči euru postupovalo až pod vzájomnú paritu, mohlo by to otvoriť úplne novú tému a to, či a do akej miery môže mať tak výrazne nadhodnotený kurz dolára negatívny vplyv na rast zámořskej ekonomiky.

Pokiaľ ide o toľko diskutovanú tému vplyvu slabého eura na ceny dovozov, tam zasa treba pripomenúť, že tak na Slovensku, ako aj v celej eurozóne za súčasných okolností čelíme rekordne nízkej inflácii a dokonca reálnej hrozbe deflácie.

V takomto špecifickom prostredí preto aj z pohľadu vývoja cenovej úrovne možno povedať – hoci to na prvý pohľad znie paradoxne – že slabé euro je za súčasných okolností pre eurozónu dobré euro, pretože prostredníctvom importovanej inflácie pomáha zmierniť riziko dlhodobej deflačnej špirály.

Ale aj pokiaľ ide o vplyv slabého kurzu eura na vývoj cien, netreba mať prehnané očakávania. Konkrétne v prípade Slovenska predstavujú dolárové dovozy menšiu časť importov a spravidla ide o dovoz nerastných surovín. Nerastné suroviny – a to nielen pokiaľ ide o energetické komodity – zažili v uplynulom roku viac než citelné medziročné zlacnenie.

Aj z tohto pohľadu preto možno konštatovať, že priaznivý príspevok oslabeného výmenného kurzu eura na podporu európskeho vývozu je citelnejší, než vplyv drahších dovozov na infláciu.

No aj v prípade inflácie je však v súčasnosti pre menovú politiku našej Európskej centrálnej banky želaným scenárom zrýchlenie medziročného rastu spotrebiteľských cien zo súčasných hrozivých nulových úrovní bližšie k inflačnému cieľu dvoch percent.

- > Aké sú očakávania v oblasti vývoja ceny ropy a jej priameho vplyvu na podnikanie v Európe a osobitne na Slovensku?**

Najlacnejšia dolárová cena ropy od roku 2009 by mala byť pre európsku aj Slovenskú ekonomiku dodatočnou dávkou adrenalínu, spolu s kurzom eura a mimoriadnym uvoľnením menovej politiky našej ECB. V bezprostrednom horizonte zrejme možno očakávať pohyb cien čierneho zlata na súčasných zlacnených

úrovniah. Tempo očakávanej dlhodobej renesancie cien ropy bude závisieť od toho, aký vplyv bude mať vlnajší prudký prepád na vývoj na strane ponuky, najmä pokiaľ ide o nákladovo drahšiu ťažbu, a to nielen z toľko spomínaných bridlicových ložísk, ale napríklad aj z niektorých ťažobných plošín v Severnom mori.

Aj oslabenie európskeho a globálneho rastu v druhom polroku prispelo na strane dopytu k prudkému vlnajšiemu prepádu, ktorý čo do dynamiky naozaj pripomína vývoj z čias recesie z rokov 2008 a 2009. No zároveň je dôležité zdôrazniť, že vlnajší prepád cien ropy bol čo do rozsahu v dominantnej miere ovplyvnený najmä faktormi na strane prevyšajúcej ponuky, najmä nedotknutej ťažby producentov ropného kartelu OPEC.

> Európska centrálna banka pokladá súčasné oživenie ekonomiky stále za príliš slabé a obáva sa, že v prípade vypnutia jej podpory by sa ekonomika opäť vrátila do recesie. Rozdielne sú však názory analytikov na vývoj hypotekárnych sadzieb na Slovensku. Jedni očakávajú nárast, iní pokles sadzieb. Ako to vníma hlavný analytik Sberbank Europe Vladimír Vaňo?

Z princípu nekomentujem názory tretích strán. Faktom však je, že v závere prvého štvrťroka sme boli svedkami viacerých povzbudivých prekvapení zo strany takzvaných predstihových ukazovateľov podnikateľskej a investorskej dôvery, ktoré stavajú očakávania tohtoročného oživenia hospodárskeho rastu v eurozóne postupne na čoraz pevnejšiu pôdu. A to je pritom ešte predčasné hovoriť o citeľnom príspevku len čerstvo sa začínajúcej kampane kvantitatívneho uvoľnenia menovej politiky našej ECB.

Úročenie hypoték na Slovensku je veľmi široká téma, no z akademického a finančného pohľadu tkvie základ nedorozumenia pri očakávaní verejnosti v tom, že úverový trh nie je trhom komoditizovaným, kde sú všetky úverové jednotky navzájom identické a zameniteľné.

Trh úverov je obchodom s veľmi heterogénnym rizikom, ktoré je pri súčasných úrovniach úrokových sadzieb prostredníctvom ceny rizika významnou súčasťou konečného úročenia konkrétneho úverového prípadu, ktorý musí odrážať špecifickú bonitu dotknutého klienta.

> V súlade s ohláseným Investičným plánom pre Európu Slovensko vypracovalo zásobník projektov, ktoré by mali podporovať hospodársky rast. Ktorá z týchto oblastí je podľa vás pre Slovensko prioritná - energetická únia, vedomostná a digitálna ekonomika, sociálna infraštruktúra, zdroje a životné prostredie?

Všetky uvedené oblasti sú pre Slovensko v rôznom rozsahu dôležité, ale pri tejto téme je najdôležitejšou a azda aj najpálčivejšou obava, či dokážeme potenciál Investičného plánu pre Európu naplno využiť prostredníctvom dostatočného objemu vhodných projektov.

> Dá sa očakávať, že sa novej gréckej vláde podarí splniť svoje záväzky, ktoré prijala v súvislosti s úverom poskytnutým Európskou úniou? Aký je váš názor na zotrvanie Grécka v eurozóne v súvislosti s aktuálnym stavom rokovaní po parlamentných voľbách?

Achilovou päťou napätia v Grécku je nepoctivá komunikácia extrémistickej časti politického spektra, ktoré sa logicky usiluje vytlačiť politický kapitál zo súčasnej zložitej situácie. Tá je síce pre krajinu veľmi bolestivá, ale ani z pohľadu požadovaného ozdravenia verejných financií, ani z pohľadu nezamestnanosti, dokonca ani z pohľadu recesie nie je v rámci EÚ až tak unikátna.

Nespokojnosť verejnosti nie je v takomto prípade ničím prekvapivým. Prekvapivé je maľovanie nereálnych „zázračných riešení“, ktorých dôsledky si ani v konečnom dôsledku spoločnosť neželá.

Dlhodobu vo všetkých prieskumoch verejnej mienky v pomere osem z desiatich (80%) dominuje želanie Grékov ostať súčasťou Eurozóny. To si vzhľadom na minulý dlhodobu neoptimálny vývoj rozpočtu a verejného dlhu vyžaduje plnenie podmienok spojených so záchrannou prekleňovacou pomocou od MMF, ECB a EÚ. Podmienky spojené s touto pomocou, ktorú absolvovalo aj Írsko a Portugalsko, pritom Grécku za ostatné roky preukázateľne pomohli tak v oblasti ozdravenia verejných financií, ako aj pri stabilizácii reálnej ekonomiky.

Politickým problémom je to, že extrémistické politické sily v očiach verejnosti urobili z nadnárodnej

záchranej pomoci domnelého vinníka situácie, ktorá bola dôsledkom niekoľkých desaťročí zlej hospodárskej politiky predošlých vlád. Navyše Grékom sľúbili, že môžu ostať v eurozóne aj bez plnenia podmienok medzinárodnej pomoci, či dokonca aj bez nej samotnej, čo je jednoducho z ekonomického a finančného pohľadu číra fatamorgána.

Grécko pritom nemá inú reálnu alternatívu, než pokračovať v doterajšom kurze pod dáždnikom prekľovacej pomoci. To, že pod tlakom okolností si to nakoniec uvedomujú aj predstavitelia novej vlády dokazuje aj výsledok rokovaní o predĺžení pomoci do leta, či hlasno prezentované „skoncovanie s nenávidenou Trojkou“ – MMF, EK, ECB – ktorú pritom pred voličmi len premenovali vo svojom slovníku na „inštitúcie“, až po postupujúce priznávanie, že „niektoré z predvolebných sľubov budú odložené na neskôr“.

Ani politické turbulencie a tančky pred a po predčasných voľbách pritom nezmenili nič na stále triezvom a racionálnom sedliackom rozume bežných Grékov: podľa ostatného prieskumu verejnej mienky je 84 percent gréckych voličov za zotrvanie v eurozóne aj za cenu úspor a ozdravných opatrení. To je najdôležitejší fakt, ktorého si musia byť vedomí aj grécki politici, hoci to rôznym extrémistom nebráni sľubovať ekonomické „perpetum mobile“ toho, že „sa to dá aj inak,“ teda menej bolestivo.

> Čo by znamenal odchod Grécka pre Európsku úniu a osobitne pre Slovensko? Ako by sa to dotklo nášho podnikateľského prostredia? Zasiahlo by to aj malé firmy?

Pre Grécko by sa hypotetický najhorší scenár – ktorý je jednak nepravdepodobný a zároveň prakticky ani nezrealizovateľný – doslova rovnal hospodárskemu Armagedonu: spájal by sa s ním prudký nárast inflácie, úrokových sadzieb, odlev kapitálu a dramatický prepád hospodárskej výkonnosti aj životnej úrovne. Jednoznačne negatívne by boli dôsledky takéhoto nepravdepodobného a hypotetického scenára aj pre zvyšok eurozóny, názory sa rôznia len v rozsahu odhadovaného negatívneho vplyvu. Ten by takmer určite zahŕňal zvýšenie rizikových prírážok na štátnych dlhopisoch členov eurozóny (zodpovedajúce rozdielom v ratingoch). S pravdepodobnosťou hraničiacou s istotou by to bol podobne ako po krachu

Lehman Brothers dramatický úder pre investorskú a podnikateľskú dôveru – a teda s časovým odstupom aj pre vývoj reálnej ekonomiky celej eurozóny.

Už menej jasné je do akej miery by mohlo hroziť presiaknutie nedôvery trhov voči ostatným periférnym členom eurozóny – najmä na juhu. Toto riziko však viaceré nedávne opatrenia našej Európskej centrálnej banky pomohli zmierniť. Rovnako tak vytvorenie Európskeho stabilizačného mechanizmu a pokrok v budovaní bankovej únie pomáha zmierniť riziko vzniku cyklu negatívnej spätnej väzby medzi turbulenciami na bankovom a finančnom trhu a potenciálnou dlhovou krízou vlád členských krajín eurozóny. V prípade špekulácii o najhoršom možno scenári hovoríme len o známych zlých dôsledkoch pre Grécko a nie celkom známych, no nespochybniteľne negatívnych dôsledkoch pre zvyšok eurozóny.

Každopádne, pekné by to nebolo a išlo by o otvorenie povestnej plechovky s červíkmi. Ide o scenár, ktorému je preto lepšie za každú cenu radšej predísť.

> Síce, aj keď je lepšie byť opatrným pri predpovediach, a to nielen v oblasti podnikania, predsa len sa pokúste naznačiť z krátkodobého i strednodobého vývoja, ktoré kroky našej vlády sú predzvestou pozitívneho prínosu pre podnikateľské prostredie na Slovensku?

Veľmi široká a politická téma, ktorú by som nerád komentoval. Z makroekonomického pohľadu musí byť prvoradou prioritou súčasnej hospodárskej politiky ozdravenie verejných financií. To naráža tak na politické preferencie, ktoré sú legitímnym dôsledkom slobodných a všeobecných parlamentných volieb. Zároveň výber nástrojov a opatrení na konsolidáciu verejných financií akoby koliduje s rozdielnym vnímaním toho, čo je z ekonomického pohľadu nespochybniteľné: jediným motorom trvalo udržateľného hospodárskeho rastu a tvorby nových pracovných miest môže byť len a len úspešný, konkurencieschopný a prosperujúci súkromný podnikateľský sektor.

rozhovor pripravil Dr. Vladimír Dobrovič

Vladimír Vaňo, riaditeľ Stredoeurópskeho kompetenčného centra pre analýzu makroekonomiky a finančných trhov Sberbank Europe AG

Vladimír Vaňo je absolventom Wirtschaftsuniversität Wien a Carlson School of Management. Laureát Akademickej ceny rektora Univerzity Komenského študoval nielen na jej Fakulte manažmentu, ale vďaka konkurzmi získaným štipendiám aj na College of Charleston, Georgetown University a New York University. Absolvoval študijné pobyty aj na Graduate School of Management Petrohradskej štátnej univerzity, na Sun Yat-Sen University (Čína) a na Indian School of Business. Zahraničnú odbornú prax získal počas stáží v ekonomickom think-tanku vo Washintone, D.C. a v celosvetovej centrále Merrill Lynch v New York City v roku 2001. Skúsenosti s dianím v svetovom hospodárstve začal zbierať v deväťdesiatych rokoch v Deloitte&Touche. V roku 1999 vstúpil do finančného sektora ako výskumný asistent hlavného ekonóma ING. Po návrate z New Yorku sa stal vedúcim oddelenia Research v divízii Treasury Slovenskej sporiteľne. Od roku 2002 je pravidelný komentátorom finančných trhov v týždenníku TREND. V rokoch 2011 a 2012 pôsobil ako externý poradca pre menové záležitosti vicepremiéra a ministra financií Slovenskej republiky. UNDP (United Nations Development Programme) ho zaradila na svoj zoznam preverených expertov na verejné financie. V roku 2007 prijal ponuku stať sa hlavným analytikom Volksbank Slovensko, ktorá je od roku 2012 členom skupiny Sberbank. Je členom Výboru pre makroekonomické prognózy pri Ministerstve financií SR, členom správnej rady Nadácie Pontis a členom International Alumni Board na WU Executive Academy vo Viedni. V júli 2013 ho predstavenstvo Sberbank Europe AG vymenovalo za šéfa Stredoeurópskeho kompetenčného centra pre analýzu makroekonomiky a finančných trhov.



CECGA rozšírila kritériá hodnotenia spoločností

Lenka DEBNÁROVÁ



Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností (Central European Corporate Governance Association – CECGA) od roku 2012 hodnotí dodržiavanie princípov Corporate Governance. Predmetom prieskumu sú spoločnosti, ktorých cenné papiere sú registrované na Burze cenných papierov v Bratislave, a.s. CECGA hodnotí úroveň dodržiavania princípov Corporate Governance v súlade so zásadou Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku „comply or explain“ (dodržiavaj alebo vysvetli). Z tohto vyplýva, že sa hneď neznižuje hodnotenie spoločnostiam, ktoré nedodržiavajú sledované kritériá, ak poskytnú primerané vysvetlenie. S cieľom neustáleho skvalitňovania prieskumu a objektivizácie úrovne dodržiavania princípov Corporate Governance jednotlivými spoločnosťami, Správna rada CECGA začiatkom roka 2015 rozhodla o rozšírení kritérií hodnotenia, ktoré budú aplikované pri hod-

notení spoločností za rok 2014. Prieskum je naplánovaný na obdobie mesiacov júl a august 2015.

Realizovaním prieskumu a udeľovaním „Ocenenia CECGA“ asociácia pozitívnym spôsobom poukazuje na spoločnosti, ktoré správne pristupujú k reportingu o správe a riadení, ako aj k zverejňovaniu a dostupnosti informácií o správe a riadení spoločnosti na svojich internetových stránkach a zákonom stanovených miestach.

Corporate Governance má vo svete stále rastúci význam, čo potvrdzuje aj Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD), revidovaním Princípov Corporate Governance z roku 2004, ktoré bude ukončené v polovici roku 2015. Dôvodom pre revíziu princípov OECD je zabezpečenie vyššej kvality, relevantnosti a užitočnosti princípov správy a riadenia.

V nasledujúcej časti stručne informujeme o kritériách hodnotenia, ktoré budú aplikované v prieskume CECGA za rok 2014.

Revidované kritéria hodnotenia

Informácie budeme získavať z dostupných správ zverejnených v Centrálnnej evidencii regulovaných informácií Národnej banky Slovenska (ďalej len „CERI“), Registri účtovných závierok a na internetových stránkach spoločností. Od 1. januára 2014 nadobudla účinnosť novela Zákona č. 431/2002 o účtovníctve v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o účtovníctve“), ktorou sa zavádza nová povinnosť pre emitentov, a to zverejňovať ročné finančné správy v Registri účtovných závierok podľa § 23 ods. 2 tohto zákona. Novelizácia sa týka aj Zákona č. 429/2002 o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o burze cenných papierov“). Podľa § 45 ods. 1 tohto zákona je emitent povinný predložiť regulované informácie do CERI Národnej banky Slovenska. Táto povinnosť sa považuje

za splnenú, ak emitent uložil regulované informácie do Registra účtovných závierok. Z tohto dôvodu sme rozšírili hodnotenie aj o oblasť zverejňovania informácií v Registri účtovných závierok.

Zverejnenie aktuálnej výročnej správy v CERI, v Registri účtovných závierok a na internetovej stránke spoločnosti

Cieľom prieskumu je zistiť dostupnosť informácií pre akcionárov a potenciálnych investorov. Spoločnosti budeme hodnotiť na základe dostupnosti ročnej finančnej správy alebo výročnej správy v CERI, v Registri účtovných závierok alebo na internetovej stránke spoločnosti. Ak spoločnosť zverejní spomínané dokumenty v CERI, v Registri účtovných závierok a aj na internetovej stránke môže získať najvyššie hodnotenie a to celkom tri body.

Prístupnosť informácií na internetovej stránke spoločnosti

Pri hodnotení tohto kritéria budeme sledovať prístupnosť ročnej finančnej správy alebo výročnej správy na internetovej stránke, existenciu osobitnej sekcie pre akcionárov a iné. Spoločnosť nezíska žiadny bod, ak sú dokumenty ťažko dostupné. V prípade, že sú dokumenty jednoducho a rýchlo prístupné na internetovej stránke spoločnosti, resp. na stránke je zriadená aj osobitná sekcia pre akcionárov - spoločnosť môže získať jeden bod.

Vyhlásenie o správe a riadení

Sledujeme rozsah, zrozumiteľnosť a kvalitu informácií o správe a riadení podľa Zákona o účtovníctve §20 ods. 6 (okrem bodu d,f), ods.7 a-j. Vzhľadom na dôležitosť tohto kritéria spoločnosť môže získať maximálne 14 bodov, a to 4 body (ods. 6) a 10 bodov (ods.7). Žiadny bod nie je pridelený spoločnosti, ktorá nemá vypracované vyhlásenie o správe a riadení alebo vyhlásenie neobsahuje konkrétne informácie. Kvalita informácií bude selektovaná podľa pridelených bodov. Polovicu bodu pridelieme časti vyhlásenia, ktorá poskytuje len čiastočné informácie, pričom jeden bod bude pridelený za komplexné informácie.

Zloženie predstavenstva a dozornej rady

Hodnotíme rozsah informácií o členoch orgánov spoločnosti podľa Kódexu, princíp IV., 5., vrátane ich kva-

lifikácie, procesu výberu a ich nezávislosti. Túto povinnosť ukladá aj zákon o účtovníctve § 20 ods. 6. Ak spoločnosť zverejní len mená členov predstavenstva a dozornej rady získava jeden bod. Maximálne dva body môže získať spoločnosť, ktorá zverejní mená členov spolu s uvedením, aké majú odborné predpoklady, kvalifikáciu, úlohy a zodpovednosti, riadiace funkcie a iné.

Odmeňovanie členov predstavenstva a dozornej rady

Sledujeme zverejnenie informácií o štruktúre a výške základných a mimoriadnych odmien pre jednotlivých členov správnych orgánov. Spoločnosť môže získať maximálne dva body a to ak zverejnení výšku odmien členov jednotlivých orgánov alebo aspoň osobitne za orgány spoločnosti. Jeden bod bude pridelený pri zverejnení kumulatívnych údajov spolu za všetky orgány spoločnosti.

Výbor pre audit, výbor pre nominovanie a výbor pre odmeňovanie

Hodnotíme rozsah informácií o zriadení alebo nezriadení výboru pre audit a jeho činnosti podľa §19 zákona o účtovníctve. Zriadenie ostatných dvoch výborov odporúča Kódex, V. princíp, bod E. Spoločnosť môže získať za zverejnenie informácií maximálne dva body za každý výbor. Ak spoločnosť informuje o zriadení výboru alebo výbor nie je zriadený, ale sú uvedené relevantné dôvody nezriadenia (napr. činnosť výboru vykonáva dozorná rada, výbor má zriadený materská spoločnosť a iné) môže získať jeden bod. Dva body pridelieme v prípade komplexných informáciach o výbore, popis činností tohto výboru a výsledkov pôsobenia v spoločnosti.

Informácie o riadení rizík

Zverejňovať informácie o riadení rizík stanovuje §20 ods.5 zákona o účtovníctve a Kódex, IV. princíp odporúča zverejňovať informácie o predvídateľných rizikách, systéme monitorovania a kvantifikáciu rizík. Dostupnosť základných informácií bude hodnotená len jedným bodom a v prípade komplexných informácií o riadení rizík pridelieme spoločnosti dva body.

Doplňujúce kritéria hodnotenia

Na základe predchádzajúcich kritérií určíme dvadsať najlepších spoločností na slovenskom regulovanom

trhu a následne budeme detailnejšie hodnotiť len tieto spoločnosti.

Rotácia audítora

Rotácia audítora alebo audítorského partnera má byť zabezpečená každých 5 rokov podľa Zákona č. 540/2007 o audítoroch, audite a dohľade nad výkonom auditu §26 ods.3, a odporúčaní Kódexu, IV.princíp, bod C. Pri tomto kritériu prideliť prvýkrát aj záporný bod pre spoločnosť v ktorej nie je zabezpečená rotácia podľa zákonných požiadaviek. Jeden bod prideliť spoločnosti, ktorá požadovanú rotáciu dodržiava. Ak informácie nie sú dostupné a nevieme zistiť rotáciu za posledných päť rokov spoločnosti nie sú pridelené žiadne body.

Členovia dozornej rady volení zamestnancami

Asociácia CECGA bude hodnotiť informácie o členoch dozornej rady, ktorí sú volení zamestnancami podľa §200 Obchodného zákonníka č.531/199. Zákon stanovuje, že 2/3 volí valné zhromaždenie a 1/3 zamestnanci, ak má spoločnosť viac ako 50 zamestnancov alebo zamestnanci sú priamo členmi dozornej rady podľa odporúčania Kódexu, III. princíp bod C. Spoločnosť môže získať maximálne jeden bod ak zverejní informácie o členoch dozornej rady, ktorí sú volení zamestnancami a informáciu o prítomnosti zástupcov zamestnancov v dozornej rade.

Nezávislí členovia dozornej rady

Podľa odporúčania Kódexu, V. princíp, bod E, má spoločnosť informovať, ktorí členovia dozornej rady sú považovaní za nezávislých. Za zverejnenie tejto informácie môže spoločnosť získať jeden bod.

Rodová rozmanitosť

V súčasnosti sa vedie veľa diskusií na tému rodovej rozmanitosti nielen z úrovne Európskej komisie, a práve z toho dôvodu budeme sledovať ako dopĺňujúce kritérium percentuálne zastúpenie žien v orgánoch hodnotených spoločností.

Záver

Na základe výsledkov prieskumu už po štvrtýkrát oceníme najlepšie spoločnosti v troch kategóriách: banky, poisťovne a nefinančné spoločnosti. „Ocenenia CECGA“ budú pravdepodobne odovzdané spoločnostiam na slávnostnej recepcii v predvečer konania výročnej konferencie Slovenskej asociácie podnikových finančníkov v októbri 2015. Veríme, že hodnotenie a oceňovanie najlepších spoločností inšpiruje aj ďalšie spoločnosti k skvalitňovaniu úrovne reportingu o správe a riadení spoločností.

*Autorkou článku je Ing. Lenka Debnárová
doktorandka Ekonomickej fakulty UMB
v Banskej Bystrici,
akademický člen CECGA*

Cesty k zvyšovaniu efektivity v podnikoch

Marián BÓDI

Rastúca konkurencia v prostredí stagnujúcich ekonomík núti firmy kontinuálne zlepšovať svoju kondíciu znižovaním nákladov, zvyšovaním flexibility a zjednodušovaním štruktúry. Za posledné roky firmy zosťihli svoje organizačné štruktúry, pretendovali dodávateľov s cieľom zníženia nákladov, presťahovali sa do lacnejších priestorov, poškrtali niektoré benefity a obmedzili aktivity, ktoré neprinášajú okamžitú hodnotu pre firmu. Mnohé z vyššie uvedených opatrení priniesli želaný efekt, avšak ich potenciál sa vyčerpal, a v ďalšom medziročnom porovnávaní už neprispievajú k požadovanej kontinuálnej optimalizácii nákladov, nehovoriac o nepriamych dopadoch na dlhodobú kondíciu firmy.

Paralelne však stále viac firiem k detailnejším analýzám svojich procesov a postupov, výsledkom ktorých môže byť okrem priamej optimalizácie nákladov aj rýchlejšia odozva daného procesu, vyššia flexibilita a podpora core biznisu firmy.

Medzi takéto oblasti okrem iných patria:

- Využívanie analytiky pri riadení výrobných podnikov napr. pri zavádzaní prediktívnej údržby v podnikoch
- Optimalizácia využitia zdrojov (ľudských aj výrobných)
- Optimalizácia využívania energií vo výrobe

Využívanie analytiky pri riadení podnikov

Prediktívna údržba

Monitorovanie dát o výrobných zariadeniach v reálnom čase a analýza ich histórie porovnávanie dát o podobných zariadeniach a hľadanie závislostí medzi zdanlivo nesúvisiacimi veličinami môže prispievať k reálnej predikcii neštandardných stavov zariadení a k proaktívnym krokom, ktoré zvyšujú efektivitu fungovania údržby. Riešenie prediktívnej údržby je primárne zamerané na zber a analýzu dát o zariade-

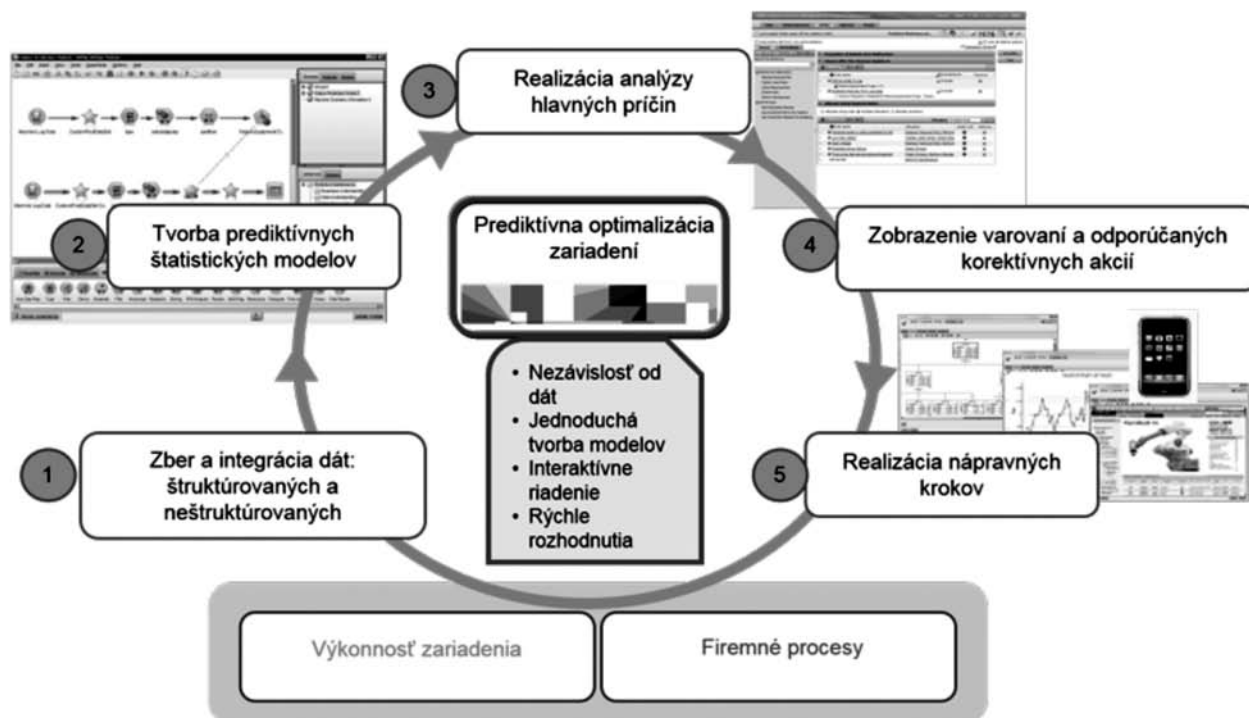
niach (väčšinou zo senzorov, ktoré sú súčasťou daného zariadenia), a na identifikáciu príčin chybových stavov, čo umožňuje pracovníkom údržby proaktívne a efektívne vykonávať korektívne akcie vedúce k vyššiemu časovému využitiu výrobných zariadení.

Zbierané dáta sa porovnávajú s nadefinovanými štandardnými veličinami (resp. intervalmi) určenými pre dané zariadenie pomocou štatistického nástroja. Odchýlky sú včas zaznamenané a ďalej analyzované pre určenie možných príčin a potenciálnych dopadov. Na ich základe je potom odporúčané pristúpiť k preventívnej údržbe/výmene/oprave, ktorá je časovo a hlavne nákladovo zväčša ďaleko lacnejšia ako odstávka daného výrobného zariadenia vplyvom poruchy, a konzekvenciami vo forme výpadku tržieb, zákaznickej loajality a pod.

Základný princíp riešenia prediktívnej údržby je znázornený na obrázku na nasledujúcej strane.

Príkladom prediktívnej údržby je plne automatizovaný proces v strojárskych spoločnostiach, ktorý analyzuje dáta o výrobnej linke v reálnom čase a rýchlo identifikuje typické stavy zlyhania, a identifikuje ich príčinu. Aktuálne informácie o stave zariadení sú vyhodnocované a na ich základe je upravovaný plán údržby týchto zariadení, s cieľom uskutočnenia kontrolných prehliadok práve v takom čase, aby sa predišlo prípadnému zlyhaniu zariadenia. So zmenami prevádzkových podmienok je aktualizovaná spoľahlivosť každej časti zariadenia. Algoritmy, ktoré sú súčasťou systému pre riešenie prediktívnej údržby sú schopné predikovať spoľahlivosť každého zariadenia v budúcnosti, čo ovplyvňuje realizáciu kontrolných prehliadok v optimálnom čase, z pohľadu efektivity nákladov. Toto riešenie eliminuje potreby odstávok výrobných liniek kvôli pravidelným preventívnym údržbám v čase, keď to ešte nie je potrebné.

Táto spoločnosť potrebovala získať hlbší pohľad na príčiny a kombinácie okolností, ktoré viedli k poru-



chám počas záručnej doby jej výrobkov. Pomocou riešenia prediktívnej údržby, táto strojárská spoločnosť analyzovala svoje existujúce dáta, s cieľom identifikácie typických vzorov v dátach spojených s problémami počas záručnej doby. Na základe týchto informácií boli uskutočnené úpravy v konštrukcii výrobkov. Výsledkom bolo 5 percentné zníženie prípadov reklamácií, 50 percentné zníženie opakovaných opráv a priemerné ročné úspory rádovo v miliónoch eur.

Iná výrobná spoločnosť mala problémy so svojimi výrobkami, ktoré vykazovali poruchy počas ich používania. To viedlo k značným stratám z dôvodu potrebných opráv a tiež to spôsobovalo stratu dôvery zákazníkov. Na riešenie týchto problémov výrobca alokoval značnú sumu na náhradné diely v sklade. Vzhľadom na to, že nebolo úplne jasné, ktoré náhradné diely budú potrebné pre opravy, na sklade boli udržiavané náhradné diely, ktoré boli potrebné pre opravy zvyčajne podľa skúseností a tiež také, ktorých dodacia lehota bola vyššia ako dva týždne od objednávky. Toto spôsobovalo viazanie značných finančných prostriedkov a ich plánovanie malo značné výkyvy. Zavedením riešenia prediktívnej údržby, boli v tejto výrobnej spoločnosti analyzované informácie o výrobkoch a na ich základe boli identifikované príčiny ich porúch.

Optimalizácia využívania zdrojov a finančné úspory.

Často sa stretávame so skutočnosťou, že výrobní riaditelia nemajú možnosť zistiť, do akej miery využívajú svoje ľudské alebo výrobné zdroje. Sprievodným javom týchto skutočností je to, že nie je možné efektívne plánovať výrobu. Prejavuje sa to v dlhých priebežných dobách výroby a oneskoreniach v termínoch dodávok, dochádza k prestojom vo výrobe, rozpracovanosť výroby je vysoká, tok materiálov vo výrobe nie je hladký. Takéto spoločnosti často nemôžu rýchlo reagovať na potreby svojich zákazníkov (napríklad rýchlou simuláciou, aké zmeny v pláne by spôsobila nová objednávka), nevedia rýchlo povedať, či sú schopné prijať ďalšiu objednávku a kedy bude termín jej dodávky.

Primárnymi cieľmi riešenia tejto oblasti z pohľadu výrobných procesov sú:

- Reálne a presnejšie plánovanie
- Objektívne informácie o stave výroby a jej zabezpečení
- Nástroje na operatívne rozhodovanie
- Ekonomické pohľady na výrobu s maximalizáciou adresnosti nákladov (plán a skutočnosť)

Niektoré prínosy nie je možné priamo finančne vyjadriť. Hlavným prínosom je možnosť riadiť firmu na úrovni súčasných štandardov. Medzi hlavné prínosy optimalizácie využívania zdrojov firmy patrí:

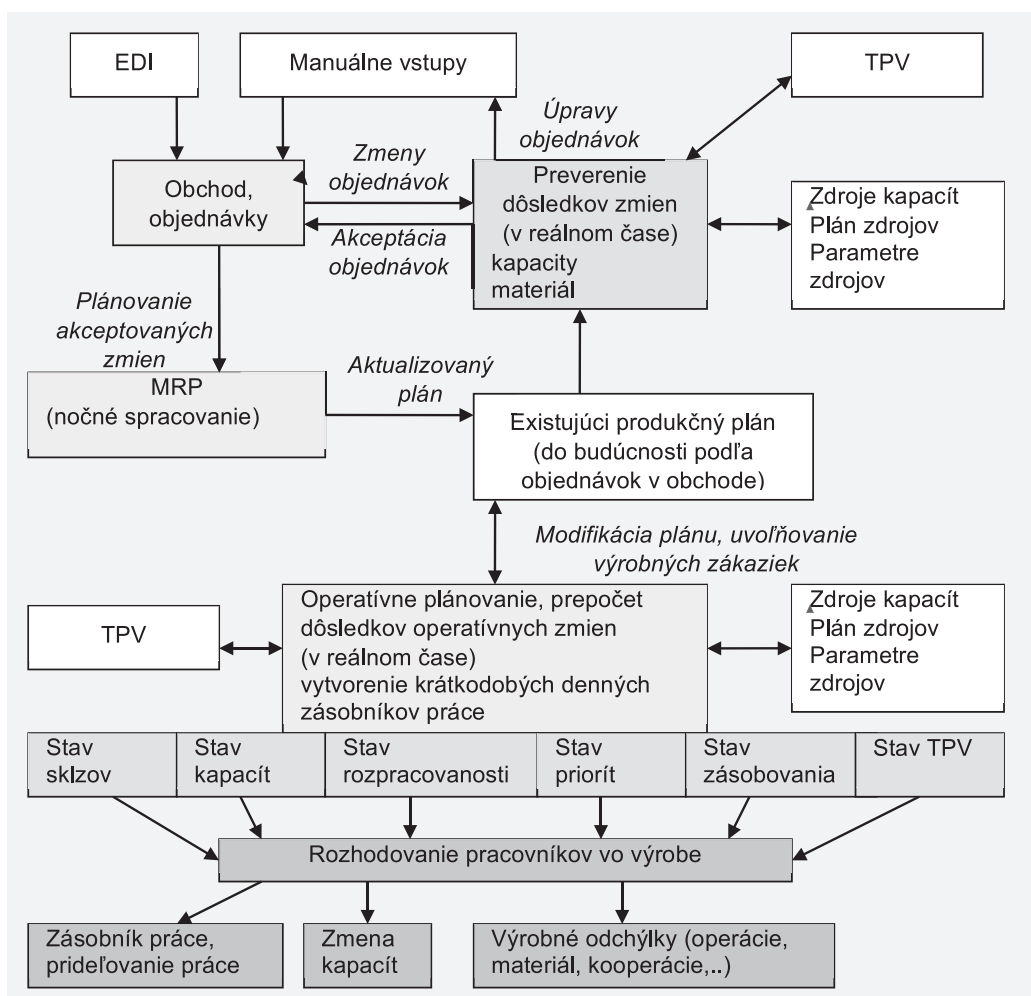
- Zmenšenie závislosti na konkrétnych pracovníkoch, jednoduchšia nahraditeľnosť ľudských zdrojov
- Exaktné analytické informácie o stave využívania zdrojov a plnenie noriem
- Reálnejšie odpovede na otázky o možnostiach firmy z pohľadu výroby
- Presnejšie analytické ekonomické pohľady na výrobu a fungovanie firmy ako celku.

Na riešenie optimalizácie využívania zdrojov sú používané nástroje obsahujúce optimalizačné matematické metódy. Tieto nástroje umožňujú nájsť optimálny plán výroby na základe informácií o dostupnosti jednotlivých zariadení a ľudí a na základe výrobných noriem používaných v podniku tak, aby boli všetky zdroje využité čo najviac. Súčasťou je simulácia "what if" scenárov, ktoré poskytujú informácie pre rýchle a kvalitné rozhodovanie manažérov hlavne v situáciách, kedy je potrebné rýchla reakcia. Princíp riešenia optimalizácie plánovania výroby je uvedený na nasledujúcom obrázku:

Istá drevárska spoločnosť mala problémy s dodržiavaním termínov dodávok. Tok výroby nebol plynulý, stávalo sa, že sa výroba zasekávala na určitých miestach. Cieľom riešenia bolo identifikovať tieto úzke miesta, analyzovať ich príčiny a následne riadiť celý priebeh výroby tak, aby bola výroba optimálne rozložená, a aby jej tok bol čo najplynulejší. Bolo potrebné vziať do úvahy množstvo faktorov – medzi inými aj parametre jednotlivých strojov a zariadení, ich kapacity, požiadavky zákazníkov atď. Výsledkom bola optimalizácia výroby v tejto spoločnosti, zvýšenie využívania jednotlivých strojov a zariadení a hlavne skrátenie priebežnej doby výroby.

Riadenie spotreby energií

Vzhľadom na to, že energie sú často veľmi významnou časťou výrobných nákladov, je dôležitá priebežná optimalizácia spotreby energií a účelnosť ich využitia. Mať dokonalý prehľad o tokoch energií v podniku v reálnom čase (on-line), poznať všetky dostupné informácie, mať ich v potrebnej štruktúre, identifikovať



správne ukazovatele, vedieť ich vyhodnocovať a porovnávať, je nevyhnutným predpokladom na dosiahnutie vyššej energetickej efektivity výrobných zariadení v podniku. Takáto transparentnosť však vo firmách často chýba, je však nevyhnutným predpokladom ďalšej optimalizácie.

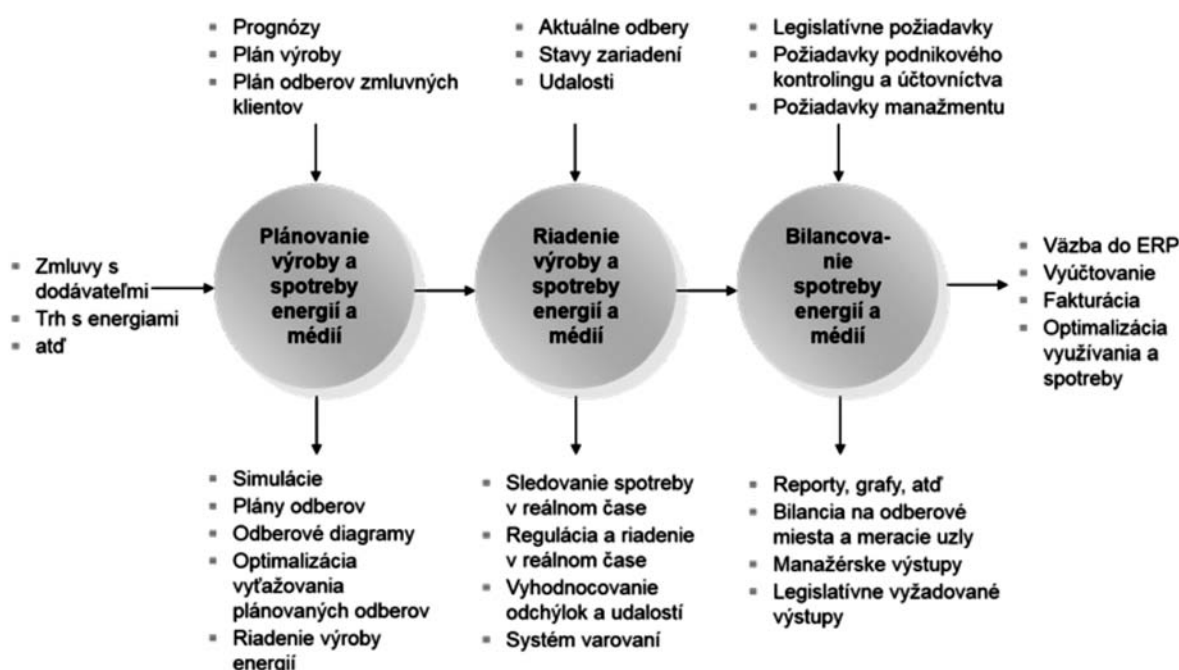
Princíp riešenia spočíva vo využití nástrojov využívajúcich rôzne optimalizačné matematické metódy. Tieto nástroje umožňujú na základe spracovania veľkého množstva informácií o aktuálnom stave výroby a o jej histórii spolu so zohľadnením špecifických podmienok danej výrobnéj spoločnosti nájsť optimálne riešenia pre definované ciele. Takýmito cieľmi môžu byť napr. optimalizácia spotreby a využívania jednotlivých druhov energií, optimalizácia výroby vlastných energií. Horeuvedené oblasti predstavujú len zlomok možností pre zabezpečenie optimalizácie nákladov ako aj stability výnosov, minimalizáciou rizika ich výpadku vplyvom odstávok resp. nevyužitia produkčného potenciálu.

Princíp riešenia plánovania, riadenia a optimalizácie využívania a spotreby energií je uvedený na nasledujúcom obrázku:

Zavedením riešenia optimalizácie spotreby energie vo výrobnéj spoločnosti sa podarilo zaviesť sledovanie spotreby energií v reálnom čase, odhalilo sa plytvanie spotreby energií a lokalizovali sa straty v sieťach. Riešenie umožnilo ovplyvňovať efektivitu využívania energií v reálnom čase a identifikovať možnosti optimalizácie pri využívaní rôznych typov energií. Boli odhalené neočakávané skokové zmeny energetickej efektivity výroby a bolo možné udržiavať okamžitý prehľad o energetickej náročnosti výroby.

Využívanie analytiky pri riadení podnikov, predstavuje spolu s optimalizáciou využívania zdrojov a riadením spotreby energií základné predpoklady pri získavaní konkurenčnej výhody firiem a zvyšovaní ich tržieb a zisku. Tieto príklady využitia analytiky pri riadení (predovšetkým výrobných) podnikov predstavujú však len úzky okruh tém, ktorým je možné sa venovať pre kontinuálne zvyšovanie efektívnosti podniku, pričom reálne využitie analytických nástrojov v ďalších oblastiach ponúka širšie spektrum možností.

Autorom článku je Marián Bódi, CFO IBM Slovakia



Hybridné cenné papiere

Božena HRVOĽOVÁ – Anna POLEDNÁKOVÁ

Hybridné (syntetické) cenné papiere spájajú v sebe vlastnosti rôznych druhov cenných papierov. Do tejto skupiny patria napríklad konvertibilné (vymeniteľné) obligácie a obligácie s warrantami (predkupnými právami).

1. Charakteristika konvertibilných obligácií

Konvertibilné obligácie patria medzi zaujímavé investície na kapitálových trhoch, ktoré spájajú v sebe dlhové a majetkové cenné papiere. Konvertibilné obligácie sú podobné klasickým obligáciám (a plain vanilla) s fixným výnosom z kupónu a splatnou menovitou hodnotou na konci doby životnosti, avšak majú jeden významný rozdiel. Ten spočíva v tom, že v priebehu životnosti má držiteľ (investor) právo na výnos, ale v lehote splatnosti (alebo inak stanovenom období) má právo buď na vrátenie menovitej hodnoty alebo môže obligáciu konvertovať na akcie spoločnosti za fixnú, dopredu stanovenú konverznú cenu jednej akcie.

Pevné výnosy konvertibilných obligácií poskytujú ich majiteľom všetky výhody obligácií - stabilný výnos, splatenie menovitej hodnoty na konci životnosti obligácie, obmedzené riziko a podobne. Akciové prvky tohto syntetického cenného papiera dávajú jeho majiteľovi možnosť podieľať sa na prípadnom vzostupe kurzov akcií.

Majiteľ konvertibilných obligácií má právo, nie povinnosť realizovať výmenu obligácie za akcie. To znamená, že si môže vybrať medzi dvoma možnosťami:

- obligáciu držať, získať pravidelné výnosy z kupónov a v lehote splatnosti získať späť svoj investovaný peňažný kapitál alebo
- obligáciu vymeniť za akciu.

Konvertibilné obligácie vznikli vo Veľkej Británii. V súčasnosti sú rozšíreným finančným nástrojom kapitálového trhu hlavne v anglosaských krajinách

a v Japonsku. Na Slovensku sa vyskytovali v 90-tych rokoch minulého storočia.

Vzťah medzi emitentom a investorom je v prípade konvertibilných obligácií upravený jednak dlhovými podmienkami a jednak podmienkami výmeny.

Dlhové podmienky sú rovnaké ako v prípade štandardných obligácií.

Podmienky výmeny konvertibilných obligácií spravidla obsahujú:

- údaj, či konvertibilné obligácie môžu byť vymenené za kmeňové alebo prioritné akcie;
- konverzný pomer, ktorý udáva koľko akcií sa získa v prípade realizácie práva na výmenu obligácie za akcie alebo konverznú cenu, pomocou ktorej možno vypočítať konverzný pomer;
- termín výmeny, v rámci ktorého môže byť právo na výmenu realizované.

Na Slovensku sú konvertibilné obligácie upravené zákonom č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch, zákonom č. 513/1991 Zb. Obchodným zákonníkom a zákonom č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon o cenných papieroch).

Podľa paragrafu 160 Obchodného zákonníka môžu akciové spoločnosti na základe rozhodnutia valného zhromaždenia vydávať konvertibilné obligácie až do polovice výšky základného imania.

Obchodný zákonník umožňuje akciovým spoločnostiam emitovať dva druhy konvertibilných obligácií:

1. **vymeniteľné obligácie**, s ktorými je spojené právo majiteľa požadovať v dobe splatnosti obligácie jej výmenu za akcie, t. j. zvýšenie základného imania. Takéto zvýšenie základného imania, ktoré sa môže uskutočniť z podnetu majiteľa obligácie, sa označuje

ako **podmienené zvýšenie**, lebo k nemu dochádza iba pod podmienkou, že veritelia uplatnili svoje práva z obligácie;

2. **prioritné obligácie**, ktorých majiteľ môže uplatniť predkupné právo na upísanie nových akcií, pokiaľ sa v dobe splatnosti obligácie zvyšuje základné imanie. Pokiaľ však v stanovenej lehote k zvýšeniu základného imania nedôjde, majiteľ obligácie zostáva i naďalej v postavení veriteľa a má právo na vrátenie dlžnej sumy vrátane stanovených výnosov.

Rozdiel medzi vymeniteľnými a prioritnými obligáciami spočíva v tom, že ak majitelia vymeniteľnej obligácie uplatnia v stanovenej lehote svoje právo, je spoločnosť povinná zvýšiť základné imanie a obligácie vymeniť za akcie. Majitelia prioritných obligácií môžu uplatniť svoje predkupné právo na akcie emitovanej spoločnosťou iba v tom prípade, že sa spoločnosť sama v stanovenom čase rozhodne zvýšiť svoje základné imanie. Investori do konvertibilných obligácií majú, v porovnaní s bežnými obligáciami, možnosť stať sa namiesto veriteľov akcionármi.

Vo svete existujú rôzne konštrukcie konvertibilných obligácií. Jednou z najkomplikovanejších je konvertibilná obligácia, ktorá sa označuje ako „**opčná zmenka s likvidným výnosom**“¹ (LYON – Liquid Yield Option Note), ktorá je prívolateľnou konvertibilnou bezkupónovou obligáciou so skrátením doby životnosti. Takúto zmenku vydala napríklad spoločnosť Chemical Waste Management v roku 1990 za cenu 30,7 % s dobou splatnosti 20 rokov. Obligácia spoločnosti bola vymeniteľná kedykoľvek za pevný počet akcií. Spoločnosť mohla namiesto tohto pevne stanoveného počtu akcií vyplatiť hotovosť. Súčasťou týchto obligácií boli navyše dve opcie. Jednou z nich bola každoročná predajná opcia, ktorú vlastnili investori a ktorá im umožňovala predajť obligácie späť emitentovi za hotové. Druhú opciu mal emitent, ktorá mu umožňovala zvolať obligácie tiež za hotové.

Emisné podmienky navyše obsahovali upresnenie, že investori nemohli uplatniť svoju predajnú opciu pred rokom 1993, kým spoločnosť mohla uplatniť svoju opciu ihneď, ale iba za predpokladu, že cena kmeňovej akcie neklesne prvých dva roky pod určité minimum. V prípade, že sa spoločnosť rozhodne emisiu obligácií zvolať, je to pre investorov posledná možnosť na rozhodnutie pre výmenu obligácií za akcie.

Konvertibilná obligácia je atraktívny cenný papier tak z pohľadu emitenta, ako aj z pohľadu investora.

Akciová spoločnosť emituje spravidla tento druh cenného papiera v situácii, keď sú jej akcie na trhu podhodnotené. To jej umožňuje stanoviť výnos z kupónu až o tretinu nižší v porovnaní s podobným emitentom klasických obligácií. Prirodzene, že nižší výnos z kupónu sú investori ochotní akceptovať len v prípade možnosti získania kapitálového výnosu. Nižší výnos z kupónu umožní investorom získať obligácie s disažiom vo vzťahu k menovitej (nominálnej) hodnote obligácie. Ďalší potenciál získania kapitálového výnosu z konvertibilnej obligácie má investor aj z práva na výmenu obligácie za akcie. Ak je trhová cena akcií spoločnosti v čase konverzie nad konverznou cenou, investor bude môcť získať kapitálový výnos realizovaním práva výmeny obligácie za akcie. Preto je investor ochotný akceptovať nižší, ako obvyklý kupónový výnos z konvertibilnej obligácie, lebo mu to bude kompenzovať kapitálový výnos, ktorý získa v budúcnosti.

Potenciálne šetrenie úrokových nákladov robí konvertibilnú obligáciu atraktívnu z pohľadu spoločnosti. Pre emitentov môže byť financovanie emisiou konvertibilných obligácií výhodnejšie ako emisia akcií aj preto, že úroky z cudzieho kapitálu znižujú zisk a tým aj dane, kým dividendy je nutné vyplácať zo zdaneného zisku.

Pre spoločnosť ako emitenta majú konvertibilné obligácie aj iné výhody. Klasická obligácia (a plain vanilla) býva splatná v určitom čase v budúcnosti, čo nemusí byť výhodné z hľadiska cash flow spoločnosti. Konvertibilná obligácia nemusí splatiť menovitú hodnotu (alebo inak stanovenú umorovaciu hodnotu), ak si investor bude želať jej výmenu za akcie spoločnosti. Emitent tak ušetrí na splácaní istiny.

Opakom tejto výhody je skutočnosť, že výmena obligácie za akcie v budúcnosti, môže viesť v čase výmeny k zníženiu zisku na akciu (EPS).

Ak sa lehota na výmenu stanoví na viac rokov, napríklad po určitej dobe životnosti alebo v priebehu celej životnosti konvertibilnej obligácie (čo sú niektoré z možností konštrukcie konvertibilných obligácií), spoločnosť môže vyvinúť na okamih premeny obligácií na akcie určitý vplyv odstupňovaním príplatkov v čase. Ak si praje výmenu, stanoví zo začiatku nízke poplatky a neskôr ich zvyšuje, pokiaľ má byť výmena odsunutá do vzdialenej budúcnosti, postupuje opačne.

2. Ohodnocovanie konvertibilných obligácií

V procese ohodnocovania konvertibilnej obligácie sa možno na konvertibilnú obligáciu pozeráť zjednodušene ako na kombináciu klasickej obligácie (a plain vanilla) a kúpnej opcie (call option) na akcie spoločnosti. Ohodnotenie každého z týchto komponentov sa bude javiť relatívne jednoduché a ich spojením nájdeme hodnotu konvertibilnej obligácie tiež.

Zistiť hodnotu prvého elementu, t. j. klasickej obligácie je pomerne jednoduché. Predstavuje sumu budúcich súčasných hodnôt očakávaných cash flow, diskontovaných sadzbou diskontného faktora, ktorá odráža riziko spojené s investovaním do obligácie, dĺžku jej životnosti, likviditu atď.

Skutočný problém spočíva v ohodnotení opčného elementu. Black – Scholesov model oceňovania opcie nám môže pomôcť len sčasti a to z dvoch dôvodov. Jeden z dôvodov je skutočnosť, že model predpokladá nevyplácanie dividend, no realita býva iná. Spoločnosti na vyspelých trhoch dividendy spravidla vyplácajú. Druhý dôvod spočíva v tom, že konvertibilnú obligáciu spoločnosť musí vyplatiť kedykoľvek (pokiaľ je táto možnosť uvedená v emisných podmienkach – čiže ak je stanovený termín „vyplatenia kedykoľvek“).

Investor, ktorý si kúpil konvertibilnú obligáciu, kúpil priamo obligáciu a kúpnu opciu na akcie spoločnosti a súčasne bude predávať kúpnu opciu spoločnosti. Čo možno pri ohodnocovaní konvertibilnej obligácie urobiť je, odhadnúť aká bude minimálna hodnota konvertibilnej obligácie.

Minimálna hodnota konvertibilnej obligácie by mala byť vyššia ako hodnota klasickej obligácie a tiež vyššia, ako jej bežná konverzná hodnota. Je dôležité si uvedomiť, že aktuálna trhovú cenu obligácie bude vždy vyššia ako minimálna hodnota konvertibilnej obligácie, rovnako, že aktuálna cena opcie je vyššia ako jej vnútorná hodnota.

2.1 Hodnota konvertibilnej obligácie z pohľadu investora

Hodnota konvertibilnej obligácie závisí od toho, čo sa stane s trhovou cenou akcií emitujúcej spoločnosti počas životnosti konvertibilnej obligácie. Ak cena akcie vystúpi nad konverznú cenu a investor očakáva, že ostane nad touto konverznou cenou, využije svoju možnosť výmeny za akcie. Ak trhovú cenu akcie ne-

prevýši túto hodnotu alebo ak sa očakáva, že nárast nad túto hodnotu bude len dočasný, investor nebude chcieť túto možnosť využiť.

Hodnota konvertibilnej obligácie závisí teda od očakávaní, ktoré zohľadňujú budúcu trhovú cenu akcie. Predikcia očakávaného výnosu cenného papiera je len pravdepodobná, záleží na mnohých faktoroch. Napríklad, ak sa predpokladá, že cena akcie bude rásť istým ročným tempom, potom hodnotu práva konverzie môžeme vypočítať kedykoľvek v budúcnosti. Ak investor zvažuje konverziu v určitom čase v budúcnosti, výnos ktorý môže očakávať, bude determinovaný predikciou očakávanej trhovej ceny akcií. Konverznú hodnotu akcií, ktoré sa získajú v čase konverzie, môžeme vyjadriť nasledujúcim vzťahom:

$$KH_t = BTC_0(1 + g)^n \cdot KP \quad (1)$$

kde: KH_t je konverzná hodnota obligácie v čase t ,
 BTC_0 bežná trhovú cenu akcie,
 g odhadovaný ročný rast ceny akcie,
 KP počet akcií, ktoré investor získa konverziou obligácie a
 n počet rokov do konverzie.

Ak sa konverzia bude realizovať v budúcnosti, potom držiteľ konvertibilnej obligácie získa aj výnos za obdobie, počas ktorého je majiteľom obligácie, to znamená výnos z kupónu. Celkový výnos majiteľa konvertibilnej obligácie môžeme potom vyjadriť nasledovne:

$$CV = C_1 + C_2 + C_3 + \dots + C_n + BTC_0(1 + g)^n \cdot KP \quad (2)$$

kde: CV je celkový výnos, ktorý získa majiteľ konvertibilnej obligácie a
 C_{1-n} sú výnosy z kupónov v rokoch 1 až n

Bežná trhovú cenu, za ktorú sa konvertibilná obligácia predáva je známa. Očakávaný výnos, ktorý investor získa z držania cenného papiera možno odhadnúť z nasledujúceho vzťahu:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + r)^t} + \frac{BTC_0(1 + g)^n \cdot KP}{(1 + r)^n} \quad (3)$$

kde: P_0 je bežná trhovú cenu konvertibilnej obligácie a
 r vnútorná miera výnosovosti.

Tento prístup využíva Brighamov model ohodnocovania. Môže byť použitý na odhad výnosu, ktorý môže investor očakávať za predpokladu, že je známy dátum konverzie dlhového cenného papiera a veľkosť zmeny ceny akcie počas tohto obdobia. Rovnaký vzťah môžeme použiť aj na určenie požadovanej miery výnosu pre držiteľa konvertibilnej obligácie.

Užitočné porovnanie možno uskutočniť medzi hodnotou dlhového cenného papiera a jeho hodnotou ako majetkového cenného papiera. Analýzou získame dve premie – konverznú premiu a premiu za právo. Vypočítame ich podľa nasledovných vzťahov:

$$\text{konverzná prémia} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie}}{\text{počet akcií v deň konverzie}} - \text{bežná trhová cena akcie} \quad (4)$$

$$\text{prémia za právo} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie} - \text{vnútorná hodnota dlhového cenného papiera}}{\text{počet akcií v deň konverzie}} \quad (5)$$

Tieto rovnice vyjadrujú premie za jednu akciu.

Na nasledujúcom príklade budeme ilustrovať využitie rovníc, ktoré určujú tieto premie.

Predpokladajme spoločnosť, ktorá emitovala 31. 12. 2010 konvertibilné obligácie s menovitou hodnotou 100 eur splatnou na konci doby životnosti - 31. 12. 2018 a 10 % výnosom z kupónu vyplácaným na konci každého roka v priebehu životnosti. Túto obligáciu bude možné vymeniť za 8 akcií kedykoľvek od 31. 12. 2014 do 31. 12. 2018. Konvertibilná obligácia sa predávala k 31. 12. 2014 za cenu 95 eur. Predpokladajme, že kmeňové akcie spoločnosti sa k 31. 12. 2014 predávali za trhovú cenu 9 eur. V ďalšom období analytici očakávali ich ročný rast o 10 %.

Výnos cenného papiera investora, ktorý ich nakúpil za cenu k 31. 12. 2014, môžeme odhadnúť pomocou vzťahu č. (3):

$$95 = \frac{10}{(1+r)} + \frac{10}{(1+r)^2} + \frac{10}{(1+r)^3} + \frac{10}{(1+r)^4} + \frac{9(1.1)^4 \cdot 8}{(1+r)^4}.$$

Riešením uvedenej rovnice dostaneme vnútornú mieru výnosu $r = 11\%$. Očakávaný výnos investora, ktorý si kúpil konvertibilnú obligáciu 31. 12. 2014 za 95 eur je tak približne 11%.

Konverzná prémia za každý cenný papier je 2,875 eur, ktorú vypočítame:

$$\begin{aligned} \text{konverzná prémia} &= \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie}}{\text{počet akcií v deň konverzie}} - \text{bežná trhová cena akcie} = \\ &= \frac{95}{8} - 9 = 2,875. \end{aligned}$$

Ak chceme vypočítať k 31. 12. 2014 premiu za právo, potrebujeme vedieť vnútornú hodnotu konvertibilnej obligácie, ako bežného dlhového cenného papiera. Vnútorná hodnota závisí od aktuálneho trhového výnosu podobného dlhového cenného papiera s podobným rizikom, životnosťou, likviditou atď. Za predpokladu, že tento výnos bude vo výške 12%, vnútorná hodnota konvertibilnej obligácie ako bežného dlhového cenného papiera bude 83,33 eur, t. j.:

$$P_0 = \frac{10}{(1+0,12)} + \frac{10}{(1+0,12)^2} + \frac{10}{(1+0,12)^3} + \frac{10}{(1+0,12)^4} + \frac{100}{(1+0,12)^4} = 83,33 \text{ eur}$$

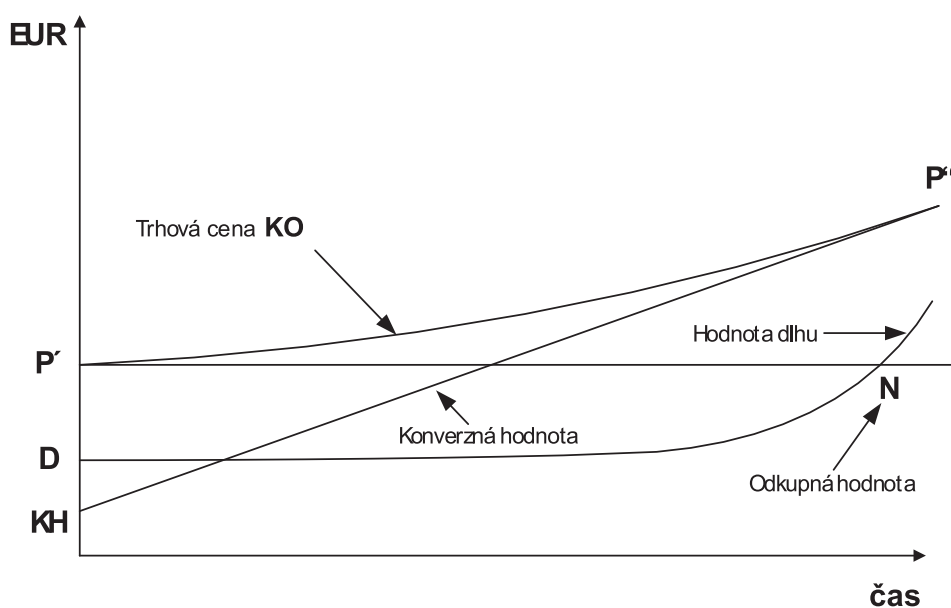
Prémia za právo potom bude vo výške 1,458, ktorú sme vypočítali zo vzťahu:

$$\text{prémia za právo} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie} - \text{vnútorná hodnota dlhového cenného papiera}}{\text{počet akcií v deň konverzie}}$$

$$\frac{95 - 83,33}{8} = 1,45875.$$

Prémia za právo reprezentuje rozdiel trhovej ceny konvertibilnej obligácie v porovnaní s ekvivalentným dlhovým cenným papierom s rovnakým výnosom z kupónu, životnosťou a menovitou hodnotou. Túto situáciu ilustruje graf č. 2.

Graf č. 1



Prameň: Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Brayshaw, R.E. : *Management of company finance*. Chapman and Hall, UK, 1993, str. 355.

Krivka KH P'' reprezentuje konverznú hodnotu konvertibilnej obligácie v rôznych časových bodoch. Trhová cena je vyššia ako konverzná hodnota, pretože investor očakáva, že cena akcií sa v budúcnosti zvýši nad súčasnú úroveň, a teda aj prémia za právo bude vyššia. Z uvedeného príkladu vyplýva, že konverzná hodnota držiteľa cenného papiera 31. 12. 2014 bola 72 eur (9 x 8). Trhová cena konvertibilnej obligácie je 95 eur. Tento rozdiel, reprezentovaný na grafe č. 1 medzerou medzi krivkou P' P'' a krivkou KH P'', odráža požadovaný rast akcií, ak má mať konverzia zmysel. Ako ukazuje graf č. 2, obidve krivky sa približujú, až sa napokon spolu stretnú. V tomto bode by mala začať konverzia. Prémia za právo je na grafe č. 2 rozdiel medzi krivkou D N a krivkou P' P''.

V prvých rokoch životnosti konvertibilnej obligácie môže byť spodná hranica konverznej hodnoty určená hodnotou konvertibilnej obligácie ako dlhového cenného papiera. Iba v prípade, že cena akcie rastie, bude minimálna konverzná hodnota určená ako hodnota konvertibilného cenného papiera. Pokiaľ je konvertibilná obligácia ohodnotená ako dlhový cenný papier, konverzná prémia bude presahovať premiu za právo. Ak ale cena akcie rastie, tak ako investori očakávali a ako sa približuje čas konverzie, konverzná prémia bude nižšia ako prémia za právo.

S rastom konverznej hodnoty konvertibilnej obligácie sa zvyšuje aj jej trhová cena, ktorá však rastie pomalším tempom. Tieto dve hodnoty sa napokon stávajú identické. Sú preto najmenej dva dôvody:

1. S blížiacim sa konverzným obdobím bude držiteľ cenného papiera ochotný uskutočniť konverziu a získať konverznú hodnotu;
2. trhovej cene by sa malo zamedziť, aby stúpala príliš vysoko nad túto hodnotu, inak bude potenciálny držiteľ v nebezpečenstve straty. Toto zabraňuje širokému rozptylu, ktorý by narástol medzi trhovou cenou a konverznou hodnotou. Na vyspelých kapitálových trhoch možno konvertibilnú obligáciu kúpiť v ktorýkoľvek obchodný deň. V deň, keď ich spoločnosť emituje prvýkrát, sa predávajú s prémie (prémie za právo) nad cenu, ktorá by bola vyplatená za bežný dlhový cenný papier s nižšími úrokovými platbami, pretože investori v čase emisie očakávajú, že výhody sa budú kumulovať prostredníctvom opcie na konverziu akcií. Z rovnakého dôvodu je úrokový výnos (výnos z kupónu) konvertibilnej obligácie nižší, ako z bežného dlhového cenného papiera. Ak sa však cena akcií spoločnosti v priebehu životnosti konvertibilnej obligácie nevyvíja priaznivo, cena konvertibilnej obligácie môže klesnúť na úroveň výnosu z bežného dlhového cenného papiera, ktorý možnosť konverzie nemá.

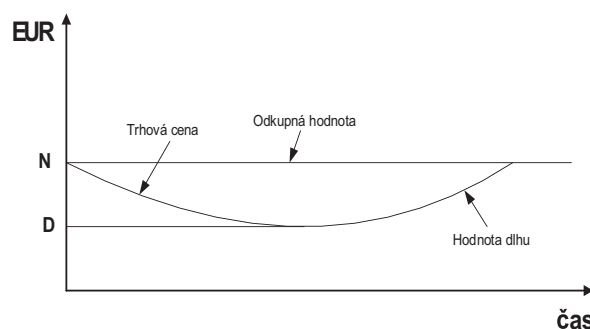
2.2 Ohodnotenie dlhu

Ak by bolo pravdepodobné, že cena kmeňových akcií, ktoré sú ponúknuté na výmenu konvertibilných obligácií klesne, alebo sa nezvýši dostatočne na to, aby bola konverzia výhodná, hodnota konvertibilných obligácií sa bude rovnať hodnote bežného dlhového cenného papiera.

Konverzná prémie, ktorá v tomto prípade reprezentuje požiadavku na výnos z kmeňových akcií pred konverziou, sa stane menej atraktívnou. Táto situácia je znázornená na grafe č. 2, kde trhovú cenu konvertibilného dlhového cenného papiera klesá na hodnotu bežného dlhu. Toto by sa stalo v prípade, ak by hodnota akcie spoločnosti poklesla a investori by pokladali hodnotu práva na konverziu za nulovú.

Prémie za právo by bola síce nulová, ale stále tu ešte bude prémie z konverzie. Keď spoločnosť v čase emisie konvertibilných obligácií rozhodla aké množstvo akcií bude za ne vymenené, očakávania investorov ohľadom ceny akcií boli vyššie ako cena, ktorá v budúcnosti bude opodstatnená.

Graf č. 2



Prameň: Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Braysshaw, R.E. : *Management of company finance*. Chapman and Hall, UK, 1993, str. 355.

Odkupná hodnota je množstvo dlhu, ktorý môže byť odkúpený v určitom čase v budúcnosti. Konvertibilné obligácie môžu byť emitované za emisný kurz rovný menovitej hodnote alebo pod touto hodnotou. Trhová cena akcií klesá tak, ako očakávania menia hodnotu práva. Výsledkom je skutočnosť, že hodnota konvertibilného cenného papiera ako dlhu začína rásť. Ak je výnos konvertibilného cenného papiera pod výnosom bežného cenného papiera, jeho hodnota ako dlhového cenného papiera je pod menovitou hodnotou, ale ako sa približuje doba splatnosti, obe krivky sa pohybujú smerom k sebe.

Cena bežných kmeňových akcií na trhu môže narásť nad cenu ekvivalentných kmeňových akcií. V tomto prípade držiteľ konvertibilných obligácií ešte nemusí realizovať konverziu. Môže si konvertibilné cenné papiere podržať a získať výnos z dlhových cenných papierov, ktorý je vyšší ako dividendový výnos akcií. Konvertovať obligácie môže až v posledný termín, kedy môže byť táto možnosť využitá. Ak sa cena kmeňových akcií zvyšuje nad hodnotu ekvivalentných akcií, trhovú cenu konvertibilných obligácií sa bude rovnať konverznej hodnote. Tieto dve hodnoty budú rovnaké preto, lebo investori budú pripravení na nákup konvertibilných cenných papierov len za cenu, ktorá sa rovná konverznej hodnote.

Toto prináša druhý dôležitý faktor, ktorý spôsobuje, že trhovú cenu a konverznú hodnotu konvergujú. Ide o vzťah medzi výnosom konvertibilných cenných papierov a výnosom na akciu za ktorú môžu byť vymenené. Výnos z kupónu z konvertibilného cenného papiera je spravidla fixovaný na určitú mieru, ale dividendy na akciu zvyčajne rastú. To znamená, že dividendový výnos na ekvivalentné akcie rastie,

aby sa stretol s fixným výnosom z dlhových cenných papierov. Takže, ako sa čas konverzie približuje rozdiel medzi trhovou cenou a konverznou hodnotou sa uzatvára. Túto situáciu ilustruje graf č. 3.

Správna hodnota P_t konvertibilnej obligácie, ako bežného dlhu môže byť určená pomocou nasledovného vzťahu:

$$P_t = \sum_{k=1}^{T-t} \frac{C_k}{(1+r)^k} + \frac{MH}{(1+r)^{T-t}} \quad (6)$$

kde: T je rok odkúpenia,
 t súčasný rok,
 $T-t$ počet rokov do doby splatnosti dlhu,
 r trhovú úrokovú výnos na podobný dlh s rovnakým rizikom,
 C úrokový výnos vyplácaný každý rok a
 MH predstavuje menovitú hodnotu (alebo inak stanovenú umorovaciu hodnotu) v lehote splatnosti.

Ako sme spomenuli, rozdiel medzi trhovou cenou konvertibilného dlhového cenného papiera a jeho konverznou paritou sa nazýva **konverzná prémia**. Konverznú prémii ovplyvňuje množstvo faktorov medzi ktoré patria najmä:

1. transakčné náklady,
2. príjmové rozdiely,
3. finančné náklady,
4. prahová cena,
5. volatilita ceny,
6. durácia.

Konvertibilné obligácie sú obvyčajne menej atraktívne pre investorov v čase, keď akciový trh očakáva pokles. Investori do tohto cenného papiera si nebudú želať jeho výmenu, keď ceny akcií klesajú.

Záver

Ak je miera konverzie korektne ovplyvnená, finančná metóda získavania peňažných prostriedkov na financovanie investícií prostredníctvom emisie konvertibilných obligácií môže byť pre spoločnosť výhodnejšia v porovnaní s ostatnými formami získania peňazí z dvoch dôvodov.

Po prvé, ak rastú príjmy spoločnosti, dlh je samo likvidný. Trhové ceny kmeňových akcií budú odrážať rastúce príjmy a spoločnosť v tejto situácii nemusí hľadať nové finančné prostriedky na vyplatenie dlhu v čase jeho odkúpenia. Konverziou obligácií investori šetria spoločnosti prostriedky na splatenie dlhu.

Po druhé, atraktivnosť konvertibilnej obligácie poskytuje výhody pre spoločnosť v tom, že konverzia nepoškodí kapitálovú štruktúru podniku. Spoločnosť bude platiť úrokové platby z konvertibilnej obligácie, ale nemusí splácať istinu. Konverzia dlhu na akciový kapitál nezvyšuje celkový kapitál spoločnosti. Ak si spoločnosť želá expandovať a potrebuje ďalší kapitál, môže emitovať dlh. Jej zadlženie poklesne ako výsledok konverzie. Využitie konvertibilných obligácií začína nasledovným cyklom: dlh - konverzia na akcie - nový dlh - konverzia na akcie atď.

Druh konvertibilných cenných papierov emitovaných spoločnosťou sa časom mení. Konvertibilné cenné papiere boli využívané ako špeciálny typ pôžičky, pre krátkodobé situácie. Skorší dátum konverzie umožňuje získanie dlhodobého kapitálu. Daňový štít pri úrokoch, ale nie pri dividendách nesporne napomáha predlžovaniu času, v ktorom sa právo na konverziu ponúka.

Typická konvertibilná obligácia umožňuje investorom výmenou konvertibilnej obligácie za akcie získať hodnotu o 10 % -15 % vyššiu, ako bola trhová cena akcií v čase emisie.

*Autorkami článku sú prof. Ing. Božena Hrvolová,
 CSc., doc. Dr. Ing. Anna Polednáková
 z Fakulty podnikového manažmentu EU v Bratislave*

Článok je výsledkom VÚ VEGA č. 1/0662/15, 2015-2017

¹ Brealey, R. A. – Myers, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha, Victoria Publishing 1992, str. 643

Finančné nástroje v programovom období 2014 – 2020

Daniel PITOŇÁK

Zo zdrojov Politiky súdržnosti EÚ, reprezentovaných Európskymi štrukturálnymi a investičnými fondmi (ďalej ako „EŠIF“)¹, sa financuje väčšina rozvojových investičných projektov, odhaduje sa že tieto prostriedky tvoria približne 80 % verejných investícií realizovaných v SR. Jedná sa teda o kľúčový zdroj financovania verejných investícií a zároveň najvýznamnejší zdroj pre realizáciu národných stratégií a politík. V programovom období 2014 – 2020 z EŠIF môže SR v rámci politiky súdržnosti EÚ získať alokáciu približne vo výške 14 mld. EUR. Vzhľadom na vývoj v Európskej únii ako aj prebiehajúce turbulencie globálnej ekonomiky možno predpokladať, že súčasná podpora zo zdrojov Politiky súdržnosti zrejme v nasledujúcom programovom období (po roku 2020) nebude zopakovaná a Slovensko pravdepodobne dostane k dispozícii podstatne nižšie množstvo zdrojov. Preto je dôležité čo najefektívnejšie využiť súčasnú možnosť, ktoré predstavujú zdroje pre programové obdobie 2014 – 2020.

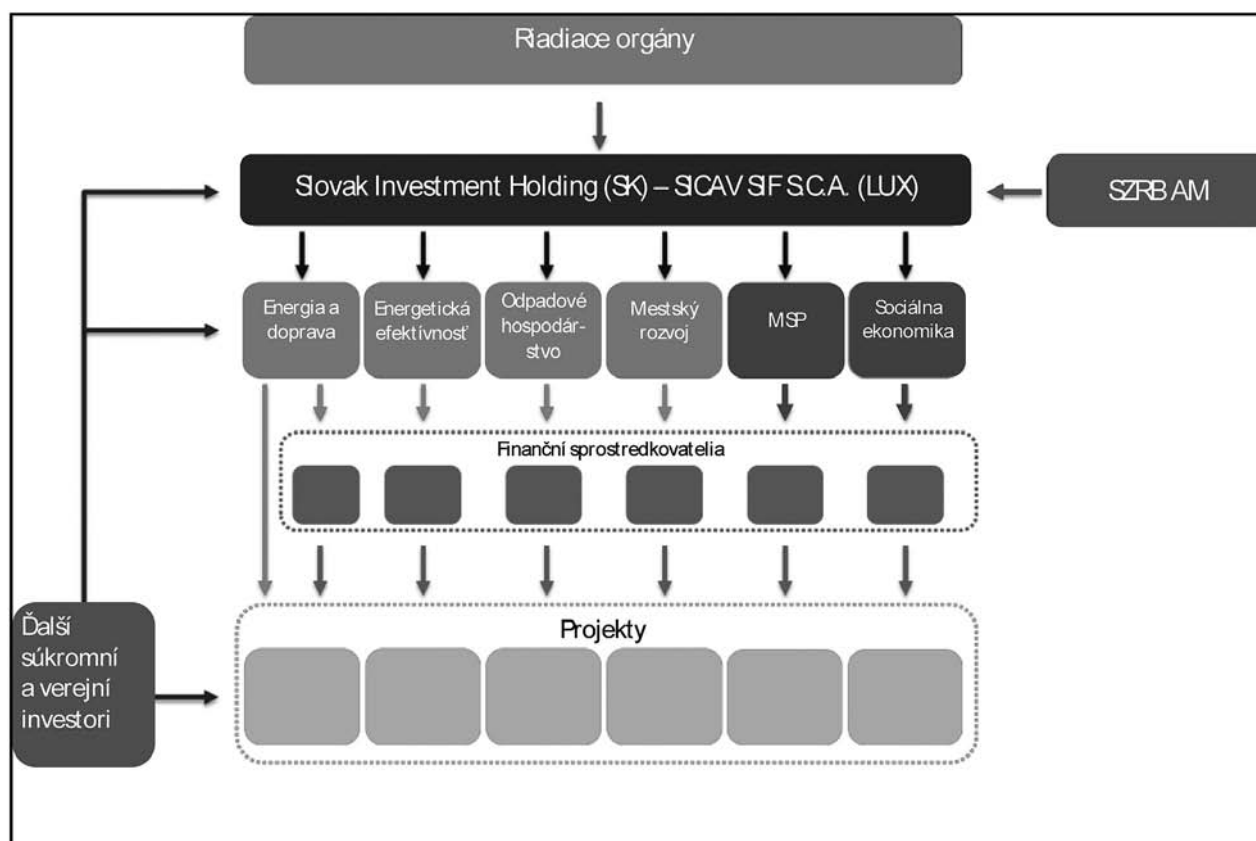
Popri tradičnej forme podpory prostredníctvom grantov, ktorá bola dominantná v predchádzajúcich obdobiach, sa v aktuálnom programovom období výraznejšie počíta s návratnými formami podpory zabezpečovanými prostredníctvom finančných nástrojov. Finančné nástroje ako návratná forma pomoci majú formu rôznych finančných produktov, napr. úvery, záruky, kapitálové vklady, mezanínové financovanie, ale aj kombinácie (napr. finančné pomoci a poradenstvo) sa významným spôsobom odlišujú od nenávratných finančných príspevkov (grantov). Svojím charakterom predstavujú menej deformatívnu formu podpory s priaznivejším dopadom na trh a hospodársku súťaž. Pri podpore formou návratnej finančnej pomoci nedochádza k dotovaniu hospodárskych výsledkov, vďaka čomu sú aktivity realizované

v komerčných podmienkach a podľa trhových pravidiel, čo zaručuje efektívnejšie a účelnejšie využitie verejných zdrojov. Táto forma podpory je taktiež spojená s výrazne nižšou administratívnou náročnosťou ako tomu býva v prípade grantov. V dôsledku toho, že finančné nástroje sú realizované v komerčných podmienkach, predstavujú zaujímavú investičnú príležitosť aj pre súkromných investorov, pre ktorých umožňujú zdieľanie rizika. Poskytnuté verejné zdroje sú tak doplnené (multiplikované) súkromnými investíciami, čím vzniká tzv. pákový efekt, v dôsledku ktorého sa navyšuje objem zdrojov ktoré sú k dispozícii pre cieľovú skupinu príslušného finančného nástroja. Ďalšou nezanedbateľnou výhodou je revolvingový charakter týchto zdrojov, čo znamená že prostriedky po vrátení môžu byť opätovne investované do nových projektov, čím sa efekt podpory ďalej znásobuje. Medzi nepriame efekty využívania finančných nástrojov môže patriť napríklad rozvoj kapitálového trhu, čo je v podmienkach Slovenska osobitne významné, ako aj rozšírenie povedomia o možnostiach využívania alternatívnych možností financovania, príp. diverzifikácia možností financovania verejných a súkromných investícií

Pre programové obdobie 2014 – 2020 bola na základe rozhodnutia vlády SR vyčlenená minimálna alokácia vo výške 3 % z každého operačného programu financovaného zo zdrojov EŠIF (s výnimkou operačných programov pre cieľ európskej územnej spolupráce), ktorá bude použitá na finančné nástroje, spolu to predstavuje približne 500 mil. EUR. Tieto prostriedky budú spravované špecializovanou spoločnosťou - Slovenským investičným holdingom (ďalej ako „SIH!“). SIH bol vytvorený začiatkom tohto roku ako fond fondov, jeho úlohou bude investovať prostriedky do jednotlivých fondov alebo podfondov, zriadených

pre určité oblasti investovania. SIH má právnu formu akciovej spoločnosti zriadenej podľa luxemburského práva, pričom jeho zakladateľom je Slovenská záručná a rozvojová banka (ďalej ako „SZRB“), ako finančná inštitúcia vlastnená SR. Správcom SIH je dcérska spoločnosť SZRB: SZRB Asset Management, a.s. (SZRB AM).

Štruktúra SIH



Zdroj: Ministerstvo financií SR

Jednotlivé finančné nástroje budú realizovať finanční sprostredkovatelia, ktorí budú vybraní SIH-om prostredníctvom výberového konania. Finanční sprostredkovatelia môžu pochádzať z komerčného alebo verejného prostredia, v závislosti od zamerania daného finančného nástroja.

V zmysle ustanovení príslušnej legislatívy EÚ² predchádzala definovaniu finančných nástrojov ex ante analýza, na základe ktorej boli identifikované zlyhania trhu, kedy sa prejavuje medzera vo financovaní a s tým súvisiaca potreba verejnej intervencie vo forme finančného nástroja. Zistené medzery

v financovaní boli spracované vo vzťahu k rôznym cieľovým skupinám a na základe toho boli identifikované vhodné finančné nástroje a im zodpovedajúci absorpčný potenciál v rámci príslušnej cieľovej skupiny. Ex ante analýza prebiehala v období september 2014 – január 2015. Pre cieľovú skupinu malých a stredných podnikov boli identifikované 4 finančné nástroje:

- nástroj portfóliovej záruky prvej straty,
- úverový nástroj zdieľaného rizika,

- fond rizikového kapitálu pre podporu podnikov v ranných fázach rozvoja (*seed a start up*),
- fond rizikového kapitálu pre podporu existujúcich podnikov vo fáze rozvoja (*development*).

Analýzy zatiaľ neboli ukončené, časť z nich sa ešte dopracúva, z hľadiska oblastí zaujímavých pre podnikateľov sú to oblasť výskumu, vývoja a inovácií a otázka využitia finančných nástrojov pre podporu veľkých podnikov. Následne budú spracované investičné stratégie pre jednotlivé fondy SIH a pripravené zmluvy o financovaní s jednotlivými riadiacimi orgánmi, na základe ktorých budú do SIH prevedené finančné prostriedky z príslušných operačných programov. Predpokladá sa, že SIH by do konca

r.2015 mal prevziať aj riadenie finančných nástrojov realizovaných v rámci iniciatívy JEREMIE.

Na základe doterajšieho vývoja možno predpokladať, že proces konštituovania SIH a prevádzania zdrojov z jednotlivých operačných programov by mal byť ukončený v 2. štvrtroku 2015, následne by mal byť spustený výber finančných sprostredkovateľov. Spustenie prvých finančných nástrojov možno očakávať približne v 2. polovici r.2016. Zámer je realizovať predovšetkým tzv. *of-the-shelf* nástroje, tzn. štandardné finančné nástroje pripravené Európskou komisiou. V menšej miere by mali byť realizované tzv. *tailor-made* nástroje, teda finančné nástroje prispôsobené špecifickým potrebám konkrétnej cieľovej skupiny v danej krajine, alebo regióne.

Popri finančných nástrojoch je v rámci zdrojov EŠIF možnosť využitia aj ďalšej formy podpory – návratnej pomoci (*Repayable Assistance*). Jedná sa o medzistupeň medzi grantovou pomocou a finančnými nástrojmi, opatrenia kombinujú návratnú a nenávratnú formu pomoci. Jedným z operačných programov, kde sa predpokladá využitie tejto formy podpory, je aj Operačný program Výskum a inovácie.

Európska komisia presadzuje výraznejšie využívanie finančných nástrojov. Popri nástrojoch financovaných z národných zdrojov EŠIF budú v nadchádzajúcom období k dispozícii aj viaceré finančné nástroje implementované na úrovni EÚ, ako napr. Investičný plán pre Európu (iniciatíva predsedu Európskej Komisie Jeana-Clauda Junckera), nástroj SME Initiative (spoločný finančný nástroj Európskej investičnej banky a Európskeho investičného fondu), finančné nástroje v rámci programov COSME, Horizont 2020 a EaSI³. Zrejme budú opätovne reinvestované aj zdroje iniciatívy JEREMIE.

Zostáva veriť, že súbežná realizácia týchto finančných nástrojov bude vytvárať synergie a komplementarity v záujme riešenia identifikovaných zlyhaní trhu a nebude dochádzať k nežiaducej konkurencii rôznych finančných nástrojov zameraných na rovnakú cieľovú skupinu, prípadne k efektu mŕtvej váhy (podpora skupiny príjemcov ktorí nie sú v situácii potreby pomoci). Len v takom prípade bude možné hovoriť o efektívnom využití zdrojov Politiky súdržnosti EÚ prostredníctvom finančných nástrojov.

Autorom článku je Daniel Pitoňák,
Vedúci oddelenia analýz podnikateľského prostredia
Slovak Business Agency

¹ Európsky fond regionálneho rozvoja – EFRR, Európsky sociálny fond – ESF, Kohézny fond – KF, Európsky námorný a rybársky fond – ENRF a Európsky poľnohospodársky fond rozvoja vidieka – EPFRV.

² Nariadenie Európskej komisie No 1303/2013 - Common Provision Regulation (CPR) – pre rámec politiky európskych fondov na roky 2014 až 2020

³ Program EÚ v oblasti zamestnanosti a sociálnej inovácie

Vybrané ukazovatele o podnikateľských subjektoch pôsobiacich na Slovensku v rokoch 2010-2012 (1. časť)

Ladislav KABÁT – Monika MAJKOVÁ-SOBEKOVÁ – Zuzana VINCÚROVÁ

Hospodárenie a výsledky ekonomickej činnosti podnikateľských subjektov sú trvalým objektom záujmu a to nielen akademickej obce, ale pozornosť im venujú aj viaceré inštitúcie štátnej správy. Dôvody záujmu o tieto výsledky sú rôzne a tomu zodpovedajú aj nástroje, ktorými sa tieto údaje analyzujú. V prípade akademických analýz sa pozornosť zväčša sústreďuje na odvodenie všeobecných štatistických charakteristík sledovaných podnikov s následnou možnosťou ich vzájomnej komparácie, na možnosti ich modelového vyjadrenia a na simulácie činnosti podnikov s hľadaním optimálnych výrobné-ekonomických parametrov. V uvedených prípadoch sa sledujú, skúmajú a hodnotia ekonomické a technologické parametre podnikov z rôznych uhlov pohľadu. Teoretické analýzy si všímajú štatistické vlastnosti súborov údajov, odhaľujú napríklad ukazovatele, ktoré sa výrazne odlišujú od teoreticky očakávaných hodnôt. Na základe takto odvodených údajov sa konštruujú teoretické modely podnikov, ktoré sa následne využívajú pre hodnotenie ich bonity z hľadiska aktuálnej, ale aj perspektívnej ekonomickej úspešnosti v trhovom prostredí. O úskaliach takýchto pokusov však svedčia aj pretrvávajúce problémy s formuláciou všeobecne platného teoretického modelu podniku, ktorý by bol aplikovateľný na všetky trhovo orientované podniky. Ilustráciou môžu byť aplikačné problémy modelov typu Altman.

Orgány štátnej správy sa sústreďujú predovšetkým na sledovanie a hodnotenie ukazovateľov, ktoré majú priamy vzťah k daňovým povinnostiam podnikov. Sledujú tiež konzistencia účtovných postupov s pra-

vidlami účtovnej evidencie a finančných predpisov. Osobitná pozornosť sa venuje aplikáciám metód tzv. kreatívneho účtovníctva, ktorého cieľom je minimalizovať dňové a iné odvodové povinnosti podniku voči orgánom štátnej správy. Rešpektovanie zásad účtovnej evidencie pri výpočte jednotlivých finančných ukazovateľov je zväčša aj potvrdením ich všeobecnej správnosti a teda aj potvrdením ich korektnej kalkulácie voči orgánom štátnej správy. Ako však ukazujú opakovane identifikované a často aj legislatívne riešené kauzy o porušovaní finančnej disciplíny, rešpektovanie zásad účtovnej evidencie ešte nemusí byť postačujúcou podmienkou k tomu, aby sa odvodové povinnosti plnili v súlade s duchom zákona od odvodových povinnostiach podnikateľských subjektov.

Potvrdením sú rozsiahle podvody na podnikovej a medzipodnikovej úrovni, ktoré sú všeobecne známe. Možno z nich uviesť aspoň kauzy v ktorých došlo k poškodeniu podnikateľských subjektov, alebo klientov o mimoriadne vysoké finančné sumy – Madoff Investment (65 mld UDS), Lehman Brothers (691 mld USD), Enron (101 mld USD). Z ostatných informácií (Report¹) však vyplýva, že intenzita účtovných podvodov, ktoré zneužívajú nedôslednosti účtovných a daňových kontrol pokračujú. V roku 2013 sa objem takto realizovaných podvodov celosvetovo odhaduje na 3,7 trilióna dolárov. Znepokojujúcim je fakt, že k najčastejším iniciátorom podvodov patria popri pracovníkoch oddelení účtovnej evidencie vedúci pracovníci – manažéri podnikových štruktúr.

Rozsiahle porušovanie účtovných a finančných pravidiel núti štátne orgány, ale aj vedenia podnikov

prijímať rozsiahle protiopatrenia na zamedzenie, alebo minimalizáciu takto vznikajúcich škôd. V kontrolnej a audítorskej praxi sa preto čoraz častejšie nasadzujú sofistikované metodologické nástroje matematicko-štatistického charakteru, ktoré sú schopné detegovať nielen porušovanie zásad účtovnej evidencie, ale aj úmyselné a účelové skresľovanie spracovávaných údajov s cieľom získavanie neoprávnených výhod a bonifikácií pre iniciátorov takýchto operácií. Ako príklad možno uviesť aplikácie metodík založených na Benfordovom zákone, ale aj aplikácie XBRL jazyka¹ pri prezentovaní finančných výsledkov podnikov.

Za faktory, ktoré prispievajú k porušovaniu predpisov o odvodových povinnostiach možno považovať, okrem priamej osobnej iniciatívy „narušiteľov“ aj často sa meniace legislatívne prostredie, ktoré vymedzuje odvodové povinnosti podnikov, nejednoznačnosť legislatívnej formulácie týchto povinností, nedôslednú kontrolu ich dodržiavania, ale aj snahy štátu o paušalizované riešenie odvodových povinností pre subjekty, ktoré sa svojimi ekonomickými parametrami výrazne odlišujú. Ich výrazná diferencovanosť je pre štatistické účely iba čiastočne reflektovaná v odvetvovom členení NACE, prípadne vo veľkostnom členení na veľké, malé a stredné podniky. Aj napriek tomu sú však podniky svojimi vstupnými a výstupnými charakteristikami výrazne diferencované a ich hodnotenie štandardnými nástrojmi nemusí byť vždy efektívne.

Na túto skutočnosť chceme upozorniť aj predkladaným príspevkom, ktorým prezentujeme prehľad vybraných charakteristík súboru cca 5000 malých a stredných podnikov pôsobiach na Slovensku.

Predkladaný materiál nemá analytický charakter. Jeho cieľom v tomto kroku je nastaviť zrkadlo na vybraný segment podnikateľských subjektov zo súboru takmer 100 000 malých a stredných podnikov. Osobitne chceme upozorniť výrazné rozdiely v ekonomických parametroch sledovaných súborov podľa jednotlivých skupín NACE. Toto potvrdenie možno ďalej interpretovať ako upozornenie, že pri tvorbe všeobecne platných modelov bonity typu Altman je potrebné tieto skutočnosti zohľadňovať a vyvarovať sa paušalizujúcich aplikačných záverov o kvalite podnikov, ktoré boli konštruované na báze priemerných hodnôt za nehomogénnu skupinu podnikov.

V ďalšej časti potvrdíme toto stanovisko uvedením podrobnejších výsledkov a vzájomných súvislostí vybraných ekonomických ukazovateľov podľa jednotlivých skupín NACE.

Metodika a údaje

Východiskové informácie k našej analýze poskytol ŠÚ SR na základe zmluvy č. ZML_6_7/2014_800. Zdrojom údajov sú produkčné výkazy podnikov za obdobie rokov 2010-2012.

V nasledovnom prehľade uvádzame vybrané ekonomické ukazovatele:

- majetok podnikov,
- objem tržieb a
- hospodársky výsledok

podľa jednotlivých skupín NACE. Uvádzame počet podnikov v príslušnej skupine NACE, minimálnu, maximálnu a strednú hodnotu. Pre lepšie orientáciu o kvalite údajov uvádzame aj ukazovatele ich variability podľa koeficientov variability.

Výber týchto dôležitých ukazovateľov zdôvodňujeme tým, že nesú informáciu o hospodárení podniku a výsledku reprodukčného procesu (hospodársky výsledok, tržby) a sú aj významnými ekonomickými charakteristikami (aktíva, resp. majetok)

Majetok – za majetok podniku sa považujú hmotné, nehmotné a finančné aktíva podniku. Výška a štruktúra majetku predstavujú dôležitú ekonomickú charakteristiku podniku. Podľa neho sa podniky členia na investične náročné a nenáročné, ale je aj kritériom členenia podnikov podľa veľkosti. Za majetok sa považuje celková výška aktív podniku.

Tržby – sme identifikovali na základe informácií z produkčného výkazu ŠÚ SR ako súčet dvoch položiek – tržby za vlastné výrobky a služby a tržby z predaja tovaru – t.j. dve základné položky výnosov z hospodárskej činnosti podniku. Tržby podniku považujeme za dôležitú ekonomickú veličinu, pretože klesajúce tržby podniku naznačujú potenciálne finančné problémy podniku. Ich nulová výška indikuje, že podnik môže vyrábať výrobky (príp. poskytovať služby), ale nie je schopný ich predáť, prípadne, že podnik v skutočnosti nevykonáva žiadnu ekonomickú činnosť.

Hospodársky výsledok – sa v produkčnom výkaze objavuje ako položka „výsledok hospodárenia pred zdanením“. Vypočíta sa ako hrubý výsledok hospodárenia z bežnej činnosti Podľa pokynov ŠUSR sa vypočíta ako celkové výnosy podniku mínus celkové náklady okrem nákladových účtov dani z príjmov. Hospodársky výsledok sa chápe ako jeden zo základných ukazovateľov ziskovosti podniku. Okrem hrubého zisku sa často využíva na porovnanie ako kategória čistého zisku, ktorá hovorí o tom, koľko podnik dokázal zarábať po úhrade daní. V zahraničí sa častejšie využívajú iné kategórie ako je EBIT (výsledok hospodárenia pred odpočítaním daní a úrokov) alebo EBITDA (výsledok hospodárenia pred odpočítaním daní, úrokov a odpisov).

Pre výber a sledovanie uvedených ukazovateľov sme sa rozhodli aj z toho dôvodu, že tieto ukazovatele, prípadne z nich, alebo pomocou nich odvodené ukazovatele chceme využiť pri odhade parametrov diskriminačného modelu typu Altman.

Pre jednoduchšie porovnávanie výsledkov uvádzame hodnoty ukazovateľov –majetok, tržby, HV– za všetky tri roky v 1000 euro. Vo výstupoch uvádzame iba výsledky za skupiny malých a stredných podnikov. Veľké podniky majú výrazne odlišné ekonomické charakteristiky a výrazne zvyšovali heterogenitu štatistických súborov.

Výsledky a diskusia

Majetok – Ukazovateľ „Majetok podniku“ uvádzame v Tabuľke 1. podľa hodnôt položky „majetok“, ktorá obsahuje fixné, ale aj obežné aktíva podniku. Za sledované obdobie dosahovali podniky v roku 2010 najnižšie hodnoty aktív v SK NACE 78 (Sprostredkovanie práce), 14 (Výroba odevov) a 80 (Bezpečnostné a pátracie služby). Naopak najvyššie hodnoty aktív dosahovali podniky v SK NACE A (Poľnohospodárstvo, lesníctvo, rybolov), 25 (výroba kovových konštrukcií) a 71 (Architektonické a inžinierske činnosti). Významnou zložkou aktív je dlhodobý majetok, resp. fixné aktíva. Podniky, ktoré sa nachádzajú v investične náročných odvetviach dosahujú jedny z najvyšších hodnôt a naopak podniky v odvetviach služieb zase najnižšie hodnoty aktív. Z hľadiska priemernej výšky aktív dosahujú v roku 2010 podniky najvyššie

priemerné aktíva v SK NACE 35 (Dodávka elektriny, plynu a pary), 11 (Výroba nápojov) a 68 (Činnosti v oblasti nehnuteľností).

V roku 2011 dosahovali podniky najnižšie hodnoty aktív v SK NACE 78 (Sprostredkovanie práce), 47 (Maloobchod okrem motorových vozidiel) a 80 (Bezpečnostné a pátracie služby). Naopak najvyššiu výšku aktív mali podniky v skupinách 55 (Ubytovanie), 73 (Reklama a prieskum trhu) a 47 a z hľadiska priemernej výšky aktív mali najvyššiu hodnotu v SK NACE 35 (Dodávka elektriny, plynu a pary), 11 (Výroba nápojov) a 68 (Činnosti v oblasti nehnuteľností). Zaujímavé sú výsledky v SK NACE 47, kde podniky dosahovali najnižšiu aj najvyššiu hodnotu aktív.

V roku 2012 dosahovali podniky najnižšiu výšku aktív v skupinách 78 (Sprostredkovanie práce), 14 (Výroba odevov) a 15 (Spracovanie kože). Najvyššie aktíva mali podniky v skupine A (Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov), 73 (Reklama a prieskum trhu) a 46 (Veľkoobchod okrem motorových vozidiel). Z hľadiska priemernej výšky aktív mali podniky najvyššie hodnoty v skupine 11 (Výroba nápojov), 48 a 61 (Telekomunikácie).

Z hľadiska majetku dosahovali za všetky tri sledované obdobia najnižšie hodnoty podniky v SK NACE 78 a 14. Najvyššie hodnoty dosahovali podniky v skupine A a z hľadiska priemernej výšky aktív sa situácia nemenila. Najvyššiu priemernú výšku aktív mali podniky v skupinách 35, 11 a 68.

Pri sledovaní medziročnej dynamiky aktív podnikov zisťujeme, že v porovnaní rokov 2011 a 2010 najrýchlejšie rástla priemerná výška aktív podnikov v SK NACE v SK NACE 78 (Sprostredkovanie práce) – index rastu bol až 1,68 a SK NACE 82 (Administratívne a iné kancelárske činnosti), kde bol index rastu 1,47. Naopak najväčší pokles aktív bol v SK NACE R (Umenie, zábava a rekreácia) – index v hodnote 0,88. V porovnaní rokov 2012 a 2011 rástla najrýchlejšie priemerná výška aktív podnikov v SK NACE 61 (Telekomunikácie) a to až na hodnotu indexu 1,92. Najväčší pokles bol v SK NACE 78 (index v hodnote 0,80). Paradoxom je, že práve tento SK NACE dosahoval v predchádzajúcom období najvyšší nárast.

Zaujímavým je fakt, že z 53 skupín SK NACE bol v položke „aktíva“ zaznamenaný pokles medzi rokom 2010 a 2011 v piatich. V rokoch 2011/2012 sme zaznamenali pokles aktív až u 33 podnikov, čo naznačuje, že v sledovaných troch rokoch bol vývoj

Tabuľka 1. Majetok

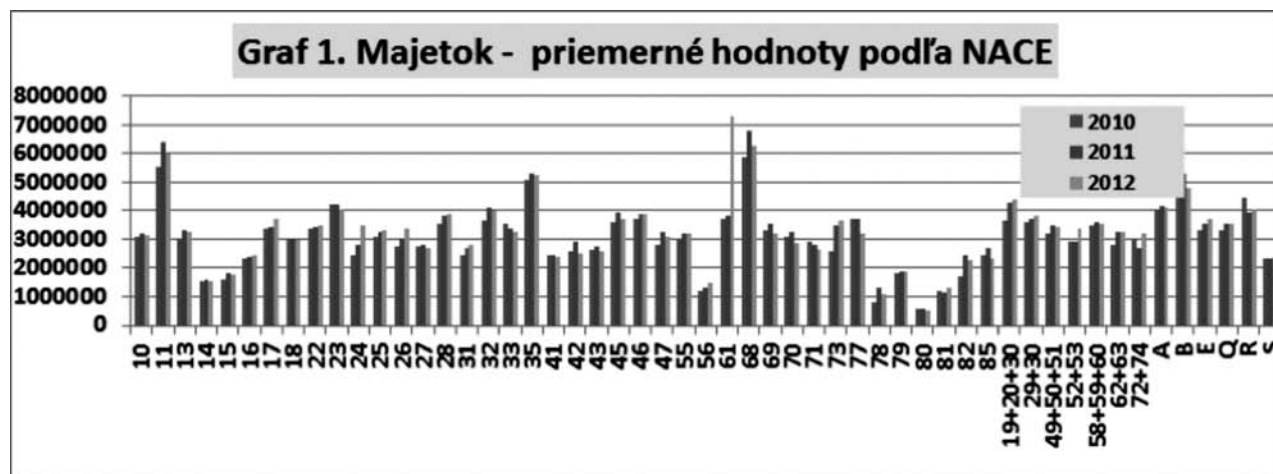
NACE	N	Majetok 2010				Majetok 2011				Majetok 2012			
		MIN	MAX	Priemer 2010	CV 2010	MIN	MAX	Priemer 2011	CV 2011	MIN	MAX	Priemer 2012	CV 2012
10	125	88	11 059	3 107	0,96	64	12 762	3 204	0,96	152	13 443	3 140	0,96
11	16	2 143	12 213	5 531	0,55	2 926	14 598	6 405	0,59	2 472	18 229	5 980	0,68
13	32	142	8 816	3 033	0,98	124	12 985	3 316	1,09	109	17 132	3 229	1,13
14	69	22	9 605	1 534	1,32	37	11 357	1 573	1,32	12	13 301	1 569	1,40
15	29	44	4 700	1 616	0,97	79	6 526	1 837	1,04	31	6 982	1 746	1,13
16	58	155	10 999	2 350	1,04	187	19 632	2 407	1,26	167	29 034	2 476	1,63
17	26	194	8 623	3 362	0,72	224	11 663	3 396	0,80	143	11 183	3 717	0,83
18	22	701	8 070	3 049	0,69	961	6 904	3 010	0,62	927	7 470	2 986	0,62
22	96	150	11 622	3 366	0,73	117	11 183	3 397	0,71	90	15 715	3 509	0,80
23	54	226	12 666	4 210	0,77	427	15 197	4 193	0,87	500	14 676	4 041	0,84
24	31	481	8 449	2 448	0,71	559	13 792	2 797	0,96	317	12 804	3 471	0,94
25	229	160	12 976	3 078	0,86	133	12 045	3 240	0,86	123	20 291	3 322	0,94
26	39	129	6 233	2 762	0,72	119	7 466	3 036	0,70	66	10 411	3 362	0,81
27	78	100	9 852	2 748	0,95	141	14 291	2 822	0,99	120	10 451	2 702	0,96
28	116	296	12 401	3 519	0,91	231	19 165	3 816	0,96	256	20 250	3 897	1,03
31	56	220	9 951	2 437	0,93	245	18 050	2 697	1,13	126	15 899	2 802	1,06
32	19	241	11 188	3 649	0,90	229	14 222	4 097	0,99	252	12 183	3 992	0,89
33	61	113	11 065	3 525	0,89	128	15 633	3 362	0,96	87	15 433	3 273	0,95
35	47	751	9 865	5 053	0,55	717	14 994	5 285	0,63	779	16 857	5 275	0,66
41	140	126	9 902	2 452	0,82	71	10 486	2 462	0,91	92	10 526	2 376	0,89
42	69	62	10 206	2 546	0,82	171	16 405	2 885	0,99	92	11 344	2 498	0,86
43	158	109	11 162	2 607	0,86	53	19 229	2 768	0,94	148	15 326	2 575	0,94
45	114	496	12 611	3 581	0,64	490	14 962	3 914	0,71	341	16 083	3 715	0,74
46	335	182	11 919	3 688	0,64	212	19 186	3 854	0,71	296	61 510	3 901	1,03
47	118	97	11 991	2 795	0,89	19	30 255	3 235	1,13	78	28 550	3 100	1,13
55	66	69	12 412	2 940	1,07	48	26 254	3 197	1,32	57	21 594	3 170	1,26
56	56	94	7 034	1 220	1,24	88	8 832	1 333	1,26	68	7 538	1 473	1,23
61	3	936	4 750	3 691	0,50	1 545	5 688	3 797	0,46	1 894	11 739	7 304	0,56
68	49	77	12 828	5 899	0,72	105	17 443	6 779	0,75	206	17 687	6 258	0,78
69	16	197	8 688	3 309	0,81	603	10 517	3 557	1,02	528	8 611	3 176	0,87
70	21	179	8 069	3 062	0,90	192	11 350	3 274	1,00	283	11 526	2 841	1,00
71	67	155	12 855	2 889	0,91	95	11 207	2 772	0,94	81	12 275	2 639	0,99
73	32	43	5 897	2 567	0,64	296	26 900	3 490	1,34	290	39 955	3 627	1,89
77	13	459	7 921	3 687	0,69	726	9 012	3 700	0,71	886	7 002	3 208	0,64
78	30	0	2 699	788	0,95	3	14 072	1 326	1,91	3	3 683	1 072	0,99
79	11	385	5 267	1 836	0,94	619	6 592	1 878	0,92	514	4 239	1 860	0,68
80	85	27	5 651	567	1,58	23	6 188	593	1,64	40	4 419	524	1,42
81	49	56	5 373	1 179	1,06	64	7 990	1 155	1,25	33	7 603	1 302	1,32
82	15	115	8 292	1 688	1,62	116	19 165	2 479	1,97	128	15 695	2 291	1,75
85	16	102	5 167	2 440	0,76	119	6 733	2 659	0,82	174	6 817	2 369	0,81
19+20+30	27	692	9 448	3 674	0,65	511	15 510	4 288	0,85	311	26 872	4 406	1,15
29+30	48	583	9 532	3 605	0,67	577	10 792	3 710	0,72	564	9 420	3 821	0,67
49+50+51	120	246	12 358	3 207	0,77	223	18 444	3 503	0,92	325	16 523	3 441	0,86
52+53	53	200	11 999	2 891	0,94	296	10 146	2 933	0,73	443	18 992	3 364	1,06
58+59+60	23	290	9 393	3 505	0,79	437	8 567	3 566	0,75	423	9 659	3 521	0,83
62+63	76	262	8 873	2 817	0,79	110	10 420	3 252	0,77	179	16 238	3 230	0,84
72+74	15	100	8 001	2 995	0,80	23	5 939	2 692	0,79	40	7 017	3 171	0,79
A	505	425	12 996	4 017	0,66	431	18 100	4 159	0,70	344	31 804	4 094	0,78
B	26	341	9 667	4 784	0,68	653	15 689	5 279	0,79	705	15 528	4 801	0,87
E	56	101	11 352	3 306	0,93	104	13 693	3 526	0,98	144	29 750	3 716	1,29
Q	128	88	12 820	3 307	0,96	63	25 249	3 552	1,09	82	25 946	3 550	1,12
R	16	424	12 470	4 475	0,87	176	9 844	3 953	0,84	242	10 796	4 041	0,84
S	25	304	7 346	2 319	0,94	257	6 811	2 329	0,99	237	7 500	2 376	1,01

ukazovateľa „majetok“ sínusoidný. Situácia sa v roku 2011 výrazne zlepšila oproti roku 2010. Nastal nárast aktív u firiem, ktorý podľa nášho názoru vyplýval z toho, že v ekonomike nastalo oživenie a tým aj nárast zákaziek. Rovnako sa vyvíjala aj situácia v prípade tržieb a výsledku hospodárenia.

Pre ľahšiu orientáciu v súbore údajov podľa uvádzame v Grafe 1 informáciu o variabilite ukazovateľa „priemerná hodnota majetku“ v rokoch 2010-2012 podľa skupín NACE.

keď sa situácia stabilizovala a kontrakty sa obnovili, čo spôsobilo, zase nárast aktív u týchto firiem. Podobne mohli vzťahy fungovať aj medzi agentúrami na sprostredkovanie zamestnania a firmami. V čase krízy firmy hľadali oveľa menej zamestnancov, dokonca prepúšťalo. Pokles kontraktov s agentúrami mali negatívny vplyv na výšku ich aktív. Po zlepšení situácie, kedy mali firmy oveľa viac kontraktov a zvyšovali svoju aktivitu začala narastať aj výška ich aktív potrebná na vykonávanie ich činnosti.

Vysoká variabilita hodnôt ukazovateľa „majetok“, ktorú sme zaznamenali v súbore podnikov SK NACE



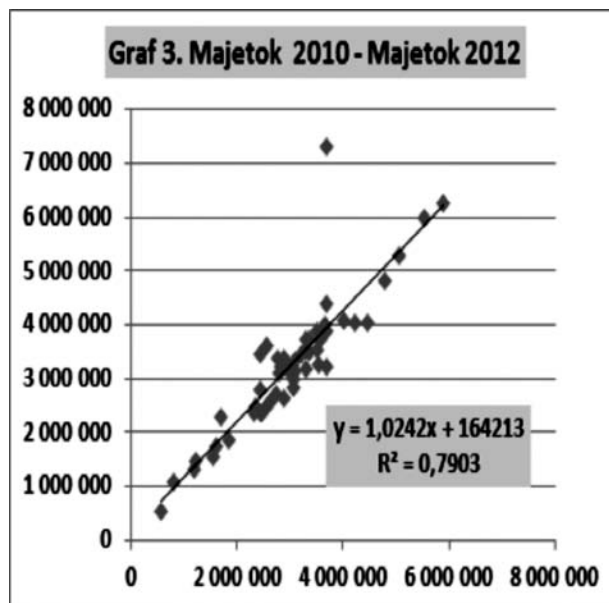
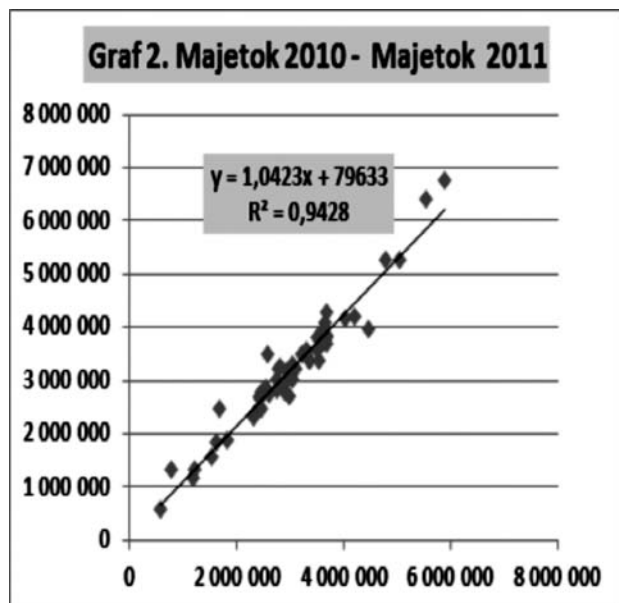
Je evidentné, že variabilita stredných hodnôt veličiny Majetok (aktíva) sa pre skupiny NACE dosť výrazne mení. Podľa koeficientov variability sa pohybuje hodnotách od 0,5 (NACE 61 - Telekomunikácie, 11 - Výroba nápojov, 35 - Dodávka elektriny, plynu a pary) až po takmer 2,0 (73 - Reklama a prieskum trhu, 78 - Sprostredkovanie práce, 82 - Administratívna a iné kancelárske činnosti). Zvýšenú pozornosť si zasluhujú skupiny NACE (73 - Reklama a prieskum trhu, 78 - Sprostredkovanie práce), v ktorých dochádza medziročne k výraznej zmene hodnoty majetku. Podniky v skupinách Reklama a prieskum trhu a Sprostredkovanie práce sú podľa nás pomerne citlivé na dopady krízy, čo sa môže prejavovať aj vo v týchto hodnotách.

V roku 2010, kedy kríza kulminovala sa veľa podnikov správalo tak, že rozviazalo kontakty s mediálnymi a PR agentúrami a činnosti, ktoré predtým outsorcovali si začali robiť podniky samé, pretože to bolo pre nich lacnejšie. Toto mohlo spôsobiť to, že mediálne a PR firmy išli na úsporný režim a eliminovali výšku aktív, prípadne niektoré zanikli. Neskôr,

61 môže reflektovať aj vysokú citlivosť týchto podnikov na zmeny trhového prostredia. Podniky v oboch skupinách patria do oblasti služieb, a práve tie sú podľa našich minulých prieskumov (najčastejšími realizátormi postupov kreatívneho účtovníctva³. Uvedené extrémne hodnoty nie sú dôkazom nesprávne vedeného účtovníctva, ich štatistické vlastnosti však naznačujú potrebu dôslednejšej hĺbkovej kontroly primárnych účtovných údajov zo strany príslušných orgánov štátu.

Pre overenie charakteru a intenzity medziročných zmien v hodnote majetku podnikov bola aplikovaná regresná analýza, podľa ktorej sa jeho objem v rokoch 2010 a 2011 medziročne zvýšil približne o 4,23%. Ako to vyplýva aj z regresnej analýzy i grafickej prezentácie na Grafe 2., takýto vývoj možno predpokladať až u 94% podnikov v tejto skupine NACE.

Podobný charakter majú aj zmeny v objeme majetku v dvojročnom období 2010-2012, Graf 3. V roku 2012 však bola identifikovaná extrémne vysoká zmena objemu majetku v skupine podnikov NACE



č. 61 (Telekomunikácie). Hodnota majetku v roku 2012 bola takmer zdvojnásobnená oproti stavu v roku 2010 i 2011. Veľkú zmenu výšky aktív v skupine Telekomunikácie možno vysvetliť aj zavádzaním nových technológií, ktoré si obzvlášť telekomunikácie vyžadujú. Nové technológie, ktoré sa na trh zavádzajú (4G sieť a pod.) bývajú investične náročné a prejavujú sa vo výškach aktív podniku.

*Autormi článku sú Ladislav Kabát
z Vysokej školy ekonómie a manažmentu
vo verejnej správe, Bratislava
a Monika Majková-Sobeková a Zuzana Vincúrová
z Paneurópskej vysokej školy v Bratislave*

¹ XBRL (eXtensible Business Reporting Language) je voľne dostupný všeobecný štandard pre komunikačný prostriedok, ktorý súži na sledovanie, zber, hodnotenie a výmenu obchodných a ekonomických informácií medzi záujmovými skupinami. XBRL bol vyvinutý a je spravovaný spoločnosťou XBRL International, Inc.

² ACFE: Report to the Nations on occupational fraud and abuse, www.ACFE.com, 2014

³ Podrobnejšiu diskusiu k tejto problematike sme prezentovali v časopise Kriminalistika č. 4, 2014

Daň z finančných transakcií - II.časť návrh smernice EÚ, daňová povinnosť, platenie dane, právne prekážky

Erika Mária JAMBOROVÁ

Návrhu smernice Rady EÚ z 28. septembra 2011 o spoločnom systéme daní z finančných transakcií, ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2008/7/ES sleduje cieľ vytvoriť spoločný systém dane z finančných transakcií. Európska komisia preskúmala dôležitosť zavedenia dane z finančných transakcií vo svojom oznámení zo 7. októbra 2010 o zdaňovaní finančného sektora. Spomínaný návrh smernice konkretizuje zavedenie dane a zároveň predstavuje prvý krok k možnému zdaňovaciemu systému na celosvetovej úrovni. Daň z finančných transakcií, ktorá má byť zavedená najskôr v roku 2016, sa vzťahuje sa na všetky finančné transakcie, predovšetkým na nákup a predaj finančného nástroja, ako aj na akcie spoločností, dlhopisy, nástroje menového trhu, podiely v podnikoch kolektívneho investovania, štruktúrované a derivátové produkty ako i na uzavretie a zmeny v derivátových dohodách. Podmienkou je, že aspoň jedna zo strán transakcie má sídlo v niektorom členskom štáte a finančná inštitúcia (ako napr. investičné spoločnosti, organizované trhy, úverové inštitúcie, poisťovne alebo zaistovne, podniky kolektívneho investovania, dôchodkové fondy a ich správcovia, niektoré iné spoločnosti, v ktorých transakcie predstavujú významnú časť ich činnosti) so sídlom v členskom štáte je stranou transakcie buď na vlastný účet, alebo na účet inej osoby, alebo koná v mene strany transakcie. Vo všeobecnosti platí, že finančná inštitúcia sa považuje za usadenú (so sídlom) na území členského štátu na základe oprávnenia na vykonávanie činnosti. Za určitých podmienok aj finančná inštitúcia, ktorá nemá sídlo v členskej krajine sa rovnako považuje

za usadenú na území tejto krajiny, napr. vtedy, ak je do finančnej transakcie zapojená so stranou, ktorá má sídlo na území členského štátu

Daňová povinnosť, daňový základ a sadzby

Povinnosť zaplatiť DFT vzniká v okamihu uskutočnenia transakcie. Následné zrušenie alebo oprava finančnej transakcie nemá nijaký vplyv na vznik daňovej povinnosti okrem prípadov, keď došlo k omylu. V prípade iných transakcií, než sú tie, ktoré sa týkajú derivátových dohôd, je daňový základ DFT všetko, čo predstavuje zaplatenú alebo dlžnú úhradu protistrany alebo tretej strany výmenou za finančný prevod. V prípade transakcií v súvislosti s derivátovými dohodami je daňový základ DFT ekvivalentný nominálnej hodnote derivátovej dohody v čase finančnej transakcie (t. j. nominálna, alebo menovitá hodnota, ktorá sa používa na výpočet platieb vykonaných v súvislosti s danou derivátovou dohodou). V prípade potreby je výmenný kurz, ktorý sa má uplatňovať, najaktuálnejší kurz predaja, zaznamenaný v čase vzniku povinnosti zaplatiť DFT, na najreprezentatívnejšom devízovom trhu príslušného členského štátu, alebo výmenný kurz stanovený vo vzťahu k tomuto trhu. Sadzby DFT, ktoré musia členské krajiny uplatňovať, nesmú byť nižšie ako (minimálne sadzby):

- 0,1 % v súvislosti s inými finančnými transakciami, než sú tie, ktoré sa týkajú derivátových dohôd;
- 0,01 % v súvislosti so všetkými finančnými transakciami, ktoré sa týkajú derivátových dohôd.

Platenie DFT, súvisiace záväzky a predchádzanie daňovým únikom, vyhýbaniu sa daňovej povinnosti a zneužívaniu

DFT platí každá finančná inštitúcia členskej krajiny, ktorá spĺňa ktorúkoľvek z týchto podmienok: je stranou transakcie a koná buď na vlastný účet, alebo na účet inej osoby;

- koná v mene strany transakcie;
- transakcia sa vykonala na jej účet.

Treba však poznamenať, že z tohto dôvodu každá finančná inštitúcia, ktorá je stranou transakcie alebo ktorá je zapojená do nej, je povinná zaplatiť daň. Preto sa platba dane za každú finančnú transakciu môže vykonať z obidvoch strán tejto transakcie v zmysle sadzieb uplatňovaných v členskej krajine, v ktorej má daná finančná inštitúcia sídlo. Ak finančná inštitúcia koná v mene, alebo v prospech inej finančnej inštitúcie, povinnosť zaplatiť DFT má len iná finančná inštitúcia. Okrem toho sa všetky strany transakcie stávajú spoločne a nerozdielne zodpovedné za platbu dane, splatnej finančnou inštitúciou na účet uvedenej transakcie. Termíny na zaplatenie DFT daňovým úradom v členskej krajine sú:

- v prípade elektronicky vykonanej transakcie vo chvíli, keď vznikla daňová povinnosť;
- vo všetkých ostatných prípadoch do troch pracovných dní od okamihu, keď vznikla daňová povinnosť

Členské krajiny sú povinné stanoviť ďalšie povinnosti, ktorými sa má zabezpečiť platba a overenie platby. Členské štáty nemôžu zavádzať ani zachovať dane z iných finančných transakcií než DFT, alebo daň z pridanej hodnoty v zmysle smernice o DPH. Z rozsahu pôsobnosti majú byť vyňaté tieto subjekty:

- Európsky nástroj finančnej stability;
- každá medzinárodná finančná inštitúcia so sídlom v dvoch alebo vo viacerých členských štátoch, ktorej cieľom je mobilizovať finančné prostriedky a poskytnúť finančnú pomoc v prospech svojich členov, ktorí majú alebo ktorým hrozia vážne finančné problémy;
- centrálné protistrany, predovšetkým právne subjekty, ktoré sa stavajú medzi centrálné protistrany finančnej transakcie;
- národné a medzinárodné centrálné depozitáre cenných papierov.

Z rozsahu pôsobnosti sú vyňaté tieto transakcie:

- transakcie na primárnom trhu, najmä pokiaľ ide o emisiu akcií spoločností alebo dlhopisy;
- za určitých podmienok transakcie s Európskou úniou, Európskym spoločenstvom pre atómovú energiu, Európskou centrálnou bankou, Európskou investičnou bankou, orgánmi zriadenými Európskou úniou alebo Európskym spoločenstvom pre atómovú energiu a inými medzinárodnými organizáciami či orgánmi;
- transakcie s centrálnymi bankami členských krajín.

Rôzne názory na zavedenie dane

Podľa Bruselu má finančný sektor zaplatiť „férovú“ časť podielu za hospodárske krízy, ktoré „pomohol“ naštartovať. Tvrdí tiež, že táto daň prinúti finančný sektor, aby konal zodpovednejšie. Brusel zdražovanie neočakáva, keďže finančné inštitúcie čelia na spoločnom trhu značnej konkurencii. Únia od tejto dane očakáva, že získa viac peňazí do európskych rozpočtov v čase úsporných opatrení vlád. Eurokomisár pre dane a colnú úniu Algirdas Šemeta v nedávnom vystúpení na pôde Európskeho parlamentu povedal, že ide najmä o silné záujmové skupiny, ktoré sa novú daň neúnavne snažia zablokovať a zveličujú hrozby a jej negatívny vplyv. Odvolal sa potom na posledný prieskum verejnej mienky Európskej únie, v ktorom za zavedenie dane bolo až 64 percent bežných Európanov. Zaviesť novú daň plánujú okrem Slovenska aj Nemecko, Taliansko, Francúzsko, Rakúsko, Španielsko, Portugalsko, Belgicko, Estónsko, Grécko a Slovinsko. Ministri financií z uvedených jedenástich krajín eurozóny odsúhlasili, že zabezpečia právny základ pre daň z finančných transakcií do konca tohto roku (2014). Tieto krajiny by mali daň zaviesť od roku 2016. Európski predstavitelia pôvodne predpokladali, že daň z finančných transakcií vynesie ročne 35 mld. eur. Po zohľadnení rôznych pripomienok ba prepracovaná podoba DFT podľa odhadov mala priniesť iba zlomok z tejto sumy. Banky však môžu zdražovať a môžeme očakávať zníženie množstva bankových transakcií a naopak, zvýšenie množstva mimobankových transakcií. V neposlednom rade môže dôjsť k úniku kapitálu a pracovnej sily z bankového sektora mimo EÚ. Podľa názorov niektorých odborníkov opatrenie systematicky krízu nijako nerieši, naopak, nesie so sebou značné riziká zníženia konkurencie-

schopnosti miestneho bankového trhu voči konkurentom mimo EÚ. Či už v plnom ale skrátenom rozsahu, s transakčnou daňou už od začiatku nesúhlasilo viacero krajín, na ktorých čele stojí hlavne Veľká Británia a Švédsko. Ich postoje sú celkom pochopiteľné, nakoľko Veľká Británia má najväčší sektor finančných služieb z celej EÚ, ktorý by táto daň mohla negatívne zasiahnuť a Švédi už minulosti podobnú daň zaviedli, pričom na vlastnej koži si vtedy zažili výrazný prepád v obchodovaní na ich burze. Veľká Británia napadla rozhodnutie EÚ o začatí tzv. posilnenej spolupráce v tejto oblasti. Súdny dvor však 30. apríla 2014 žalobu Veľkej Británie zamietol. Vláda v Londýne argumentovala možnými negatívnymi dosahmi na svoje banky a finančný trh. Najvyšší súdny tribunál EÚ však konštatoval, že o spôsobe, ako uplatňovať daň v praxi, zatiaľ účastnícke štáty nerozhodli, a preto krajina v tejto fáze nemôže blokovať ich spoločné úsilie. Briti upozorňujú na príklad Švédov, ktorí zaviedli transakčnú daň ešte v roku 1984, ale v roku 1991 ju zrušili. Očakávali totiž výnos dane na úrovni 1,5 miliardy švédskych korún, výsledkom však bol 30-násobne menší zisk. Nejednotné sú zatiaľ názory niektorých členských krajín EÚ, vrátane tých štátov, ktoré sa ju rozhodli zaviesť. Zatiaľ je isté len to, že ministri financií 11 krajín eurozóny sa dohodli na zavedení dane z finančných transakcií, ktorá má začať platiť najskôr od roku 2016. Avšak rozsah a úroveň dane doteraz zostáva nevyriešený. Nemecký minister financií Wolfgang Schäuble sa vyjadril, že záujmy jednotlivých členských krajín sú nakoľko odlišné, že daň bude možné v prvom kroku uvaliť len na akcie a niektoré deriváty. Postupne, na základe ďalších dohôd, sa uplatnenie dane bude pravdepodobne rozširovať. Aktuálne návrhy sú podstatne miernejšie oproti pôvodnému zneniu v rozsahu spomínanej smernice, ktorý zahŕňal zdanenie akcií, derivátov, dlhopisov, podielových fondov a niektorých ďalších finančných operácií. Kým v pôvodnom rozsahu sa očakávalo, že výnosy z transakčnej dane budú predstavovať približne 35 miliárd eur za rok, pri zúženej verzii sa očakáva výber asi len desatiny z pôvodne plánovaných výnosov. Z pohľadu finančných trhov zavedenie dane môže mať vplyv najmä na likviditu a pravdepodobne prinesie aj dodatočné náklady, ktoré môžu byť prenesené na spotrebiteľov prostredníctvom vyšších poplatkov z kúpy a predaja finančných nástrojov. Finančný dohľad nad jednotlivými operáciami by

taktiež mohol byť náročnejší vzhľadom k tomu, že by sa niektoré operácie mohli presunúť na tzv. over-the-counter (neregulované trhy), čo by bolo vlastne kontraproduktívne, keďže by to znížilo transparentnosť a efektívnosť na finančných trhoch. Okrem iného finančné inštitúcie tiež predpokladajú, že skutočné náklady budú niekoľkonásobne vyššie, než sadzby (0,1% pre akcie a 0,01% pre deriváty), ktoré EÚ predložila. Jedna transakcia totiž môže častokrát zahŕňať viacero strán a sprostredkovateľa, najmä ak obchody prebiehajú medzi viacerými štátmi. Ak aj teda Európska únia pristúpi na zavedenie „oklieštenej“ transakčnej dane od roku 2016, je pravdepodobné, že to bude mať nepriaznivý vplyv na finančné trhy, nakoľko neistotu z budúceho zdanenia budú mať investori stále na pamäti. Niet teda pochyb, že daň z finančných transakcií bude mať významný vplyv na európske hospodárstvo a vyplynie z nej aj viacero hrozieb. V prvom rade samotný návrh, ktorý sa stále mení a pretrváva okolo neho veľa nejasností, môže byť hrozbou sám o sebe.

Právne prekážky zavedenia dane

Na otázku, či je daň v súlade s právom EÚ, možno podľa právnych expertov EÚ konštatovať, že so spoločne zavedenou daňou problémy nie sú, tak ako ani v prípade národnej legislatívy. V prípade EÚ, ktorá má v rámci eurozóny exkluzívnu kompetenciu pre peňažnú politiku, by musela byť vyššia sadzba národnej sadzby dane z finančných transakcií skoordinovala s EÚ. (princípy EU v oblasti nediskriminácie a voľného pohybu kapitálu). Nakoľko sa týka daň všetkých transakcií, bez ohľadu na menu, je neutrálna z pohľadu princípov EU v oblasti nediskriminácie a voľného pohybu kapitálu EU. Príjmy z uvedenej dane by mohli byť použité napr. na ochranu životného prostredia, klimatických podmienok, rozvojovo politické účely. Významnú úlohu pri zavedení dane z finančných transakcií zohráva však banková lobby, ktorá nachádza čoraz viac prekážok v súvislosti s jej zavedením. Jedným z argumentov finančnej lobby, je zmena sídla bánk, ktoré sú hlavným investorom do štátnych dlhopisov v krajine sídla, čím financujú vládny dlh. Karty mieša aj Londýn, kde sa uskutočňuje väčšina finančných transakcií. Aj to je dôvod prečo DFT zavádza len 11 krajín a otáza je aj či sa napokon vôbec zavedie, nakoľko aj uvedených 11 krajín nie je v tejto otázke jednotných. Ako stále nejasné sa javia otázky aké finančné transakcie majú byť zda-

ňované, či sa má daň odvieť podľa miesta sídla účastníka obchodu, alebo sídla vydávajúcej finančnej inštitúcie. Podľa niektorých právnych expertov, DFT naráža na právne prekážky. Daň je podľa nich v rozpore so zmluvou EÚ a zabráňuje konkurencii v EÚ. Právny posudok, ktorý bol zverejnený agentúrou Reuters, však zdôrazňuje pochybnosti, či je možné vôbec uvedenú daň zaviesť. Na 14 stranách sa uvádza aj rozpor s medzinárodným právom. Daň by prichádzala do úvahy nielen pri každom obchodovateľnom CP v rámci 11 štátov EÚ, ale aj na ostatných burzách napr. v USA, ak CP zmení majiteľa, čo by znamenalo, že by ju malo napr. USA vybrať a odviesť. Rovnako zabráni voľnej súťaži, nakoľko bude zavedená len v niekoľkých krajinách EÚ.

Alternatívne návrhy a ďalší vývoj DFT

Rok a pol je známy návrh DFT. K DFT sa rokovalo na stretnutí zástupcov 11 členských krajín eurozóny, ktoré sa rozhodli DFT prijať v decembri 2014. Rakúsko a Francúzsko však nenašli spoločnú reč napr. k problému, či majú dani podliehať aj deriváty, týkajúce sa poistenie platobnej neschopnosti. Francúzi chcú napr. vylúčiť derivátové obchody z DFT s argumentom, že Francúzsko už má od r. 2012 zavedenú burzovú daň pri nákupe francúzskych akcií. Taliansko rovnako žiada zvláštne pravidlá. Daň z derivátov už zaviedlo, i keď v minimálnej výške. Avšak práve deriváty, ktorých cena je odvodená od iných finančných produktov, predstavujú veľkú časť finančných transakcií. Nezhody sú aj v spôsobe zdaňovania. Kým Eu-

rópska komisia, z dôvodu zabránenia arbitráži žiada, aby daň bola vyrubená vždy ak ide o finančné transakcie podľa princípu usadenia, Francúzsko je za druhý variant, t.j. za zdaňovanie podľa sídla emitenta. Penzijné fondy žiadajú výnimky, ktoré sú celkovo neatraktívne pre malé krajiny. Nemecko zatiaľ nezaujalo jasný postoj ku ktorému variantu sa prikláňa. Vláda SRN však na presadení dane trvá, pričom pochybnosti právnikov musia byť vyjasnené a odstránené. Rokovania majú pokračovať aj v roku 2015.

Kapitál má síce voľný pohyb v EÚ, avšak nemôže už viac unikáť pred reguláciou a zdaňovaním a práve preto by bolo najviac vhodným riešením dosiahnutie spoločnej dohody, na medzinárodnej úrovni. Tak by mohla DFT zneatraktívniť špekulačné obchody a investorov upriamiť na reálny sektor. DFT ako projekt, ktorý by mal začať fungovať od roku 2016 naráža na svoje hranice. Tie sú limitované rôznymi záujmami členských štátov, ktoré ju majú zaviesť. Zdá sa, že ak sa aj daň zavedie, bude to skôr pod taktovkou členských krajín ako EÚ. Podľa najnovších prepočtov Francúzska by mala byť vybraná daň vo výške 6 miliárd EUR. Každý ďalší rok posunu zavedenia DFT stojí uvedené štáty EÚ miliardy. Aj keby bolo vhodné jej celosvetové zavedenie v rovnakom čase, už aj dohoda v rámci EÚ by bola dôležitým a účinným míľnikom. Národné zavedenie uvedenej DFT predstavuje dôležitý základ pre ďalšiu multilaterálnu koordináciu.

*Autorkou článku je Ing. Erika Mária Jamborová, PhD.
z Obchodnej fakulty EU v Bratislave*

Zadlženosť a likvidita slovenských firiem v roku 2013

Monika ONDRUŠEKOVÁ

Zadlženosť je možné merať rôznymi ukazovateľmi, my sa primárne zameriame na tieto dva ukazovatele: Celková zadlženosť a Dlh/EBITDA. So zadlženosťou je aj úzko spätá likvidita firmy, a preto sa budeme zaoberať ešte jedným ukazovateľom, Bežnou likviditou. Celková zadlženosť udáva koľko percent z aktív tvoria cudzie zdroje. Oblúbený Dlh/EBITDA meria dobu, za ktorú je firma schopná vyplatiť svoj dlh z EBITDA. Bežná likvidita nám ukazuje schopnosť firmy vyplácať pohľadávky svojim veriteľom. V analýze sú použité údaje z databázy FinStat.sk, ktorá obsahuje 193 774 účtovných závierok slovenských spoločností za rok 2013.

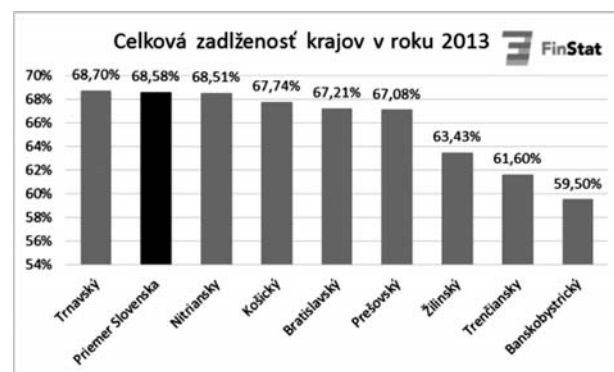
Celková zadlženosť

Celková zadlženosť je jedným z najdôležitejších ukazovateľov zadlženosti firiem, ktorý je udávaný v percentách. Vyjadruje koľko percent z celkových aktív tvoria cudzie zdroje, zvyšok je tvorený vlastným kapitálom. Vypovedá o mieri zadlženosti a o rozsahu využívania dlhov na financovanie podnikov. Podiel cudzích zdrojov a vlastného kapitálu na aktívach ovplyvňuje finančnú stabilitu a mieru ziskovosti firmy. Čím je celková zadlženosť nižšia, tým je predpoklad pre väčšiu finančnú stabilitu a ziskovosť vyšší. Prílišné zadlženie však so sebou nesie aj veľké riziko nestability. Výška celkovej zadlženosti závisí od konkrétnej firmy, situácie na trhu, schopnosti generovať cash-flow a zisk, v jednotlivých odvetviach sa prirodzene líši.

Celková zadlženosť krajov

Celková zadlženosť krajov Slovenska v roku 2013 je zobrazená na obrázku č.1. Priemerná hodnota tohto ukazovateľa pre celé Slovensko je 68,58%. Všetky hodnoty sú vyššie ako 50%, čo značí pomerne vysokú zadlženosť slovenských firiem. Trnavský kraj je jediný

s celkovou zadlženosťou vyššiu ako je priemer. Banskobystrický kraj naopak má najnižšiu hodnotu, 59,50%. Takto nízka hodnota voči ostatným krajom je spôsobená väčšinovým zastúpením spoločností s nízkou celkovou zadlženosťou podľa objemu aktív, napríklad Poľnohospodárstvo a lesníctvo, Energie a ťažba. Ďalším dôvodom je zastúpenie menšieho počtu firiem z odvetví s vysokou hodnotou tohto ukazovateľa, napríklad Financie. V Trenčianskom a Žilinskom kraji je situácia podobná, pôsobia v nich firmy najmä z odvetví s nízkou celkovou zadlženosťou.

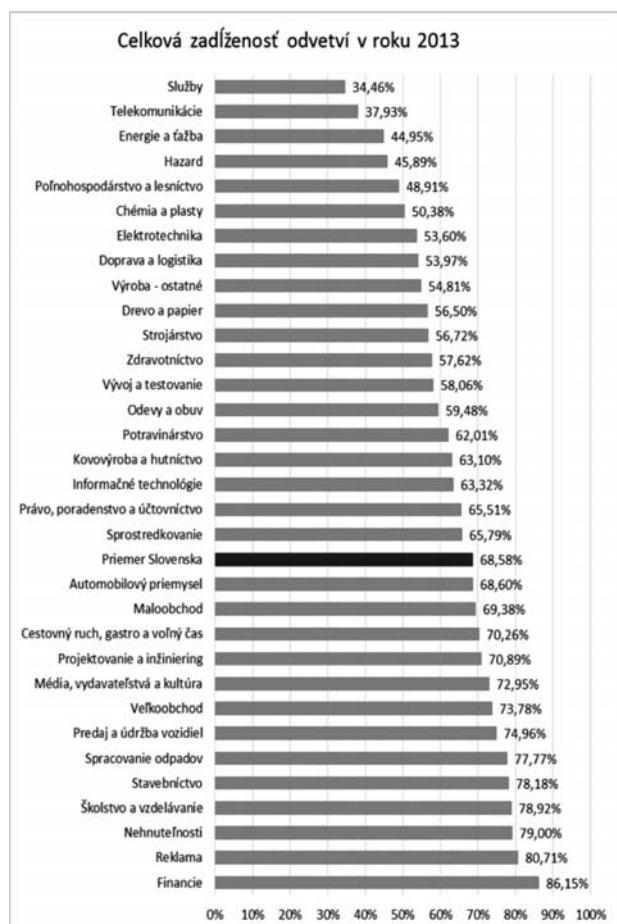


V Trnavskom, Nitrianskom, Košickom, Bratislavskom a Prešovskom je celková zadlženosť približne na rovnakej úrovni a korešponduje aj s priemerom Slovenska. Vysokú hodnotu celkovej zadlženosti Trnavského kraja do značnej miery spôsobili firmy: Edscha Slovakia s.r.o. a Edscha Slovakia Cabrio-Dachsysteme a.s.. Podľa údajov z FinStatu sú ich vlastné kapitály záporné, v prípade prvej z nich je to takmer -320 mil. Eur, druhá z nich má vlastný kapitál -353 mil. Eur, keďže sú tieto hodnoty záporne zvyšujú celkovú zadlženosť kraja. Ak by sme ich nebrali do úvahy, celková zadlženosť Trnavského kraja by bola o 5 percentuálnych bodov nižšia. Naopak pozi-

tívne ovplyvnil Košický kraj U.S. Steel Košice s.r.o., ktorého zadlženosť je iba 42%. Vďaka jeho vysokým aktívam a vlastnému kapitálu má vplyv na celý kraj, bez neho by bola celková zadlženosť Košického kraja až 71%. Bratislavský kraj je do veľkej miery ovplyvnený odvetvím Financie, ktorých aktíva tvoria až 33% aktív celého kraja, pričom celková zadlženosť Financí je 86%. Podobne je aj Prešovský kraj ovplyvnený odvetvím Nehnuteľnosti, ktorých zadlženosť je 79% a ich aktíva tvoria 12,6% aktív tohto kraja.

Celková zadlženosť odvetví

Celková zadlženosť sa v jednotlivých odvetviach prirodzene odlišuje. Pre niektoré odvetvia, napríklad Financie, je vyššia hodnota prirodzená. Výška tohto ukazovateľa závisí na manažmente danej spoločnosti, oni rozhodnú aký pomer vlastného kapitálu a cudzích zdrojov je pre nich výhodný. Celková zadlženosť jednotlivých spoločností závisí iba do istej miery na odvetví, v ktorom podnikajú.



Najnižšia celková zadlženosť je v odvetví Služieb, iba 34,46%. Práve tieto firmy majú najväčší podiel

vlastného kapitálu na aktívach. Celková zadlženosť pod 50% sa vyskytuje ešte v odvetviach: Telekomunikácie, Energie a Ťažba, Hazard a Poľnohosp. a lesníctvo.

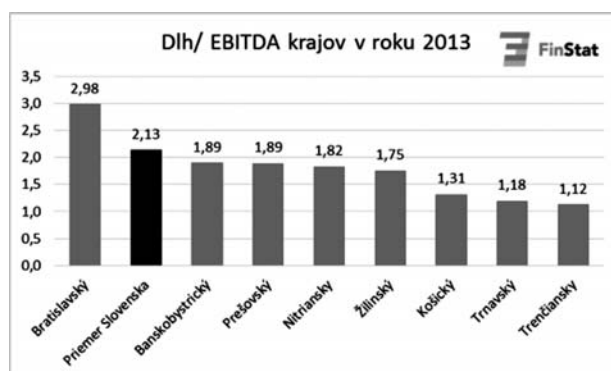
Odvetvia s najvyššou celkovou zadlženosťou: Financie, Reklama, Nehnuteľnosti a Školstvo a vzdelávanie. Hlavným dôvodom vysokej hodnoty je veľmi nízka časť ich aktív tvorená vlastným kapitálom. Odvetvie Reklama by malo dokonca ešte vyššiu celkovú zadlženosť, 86%, ak by v ňom nepôsobilo J&T Real Estate Holding a.s., ktorého celková zadlženosť podľa údajov FinStatu bola iba 27%.

Dlh/ EBITDA

Dlh/ EBITDA je často používaným finančným ukazovateľom. Meria dobu, za ktorú je daná spoločnosť schopná splatiť svoj dlh z EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Dlh/ EBITDA je dobrým ukazovateľom finančného zdravia spoločnosti. Čím vyšší je tento pomer, tým vyššie je riziko, že firma nebude schopná platiť svoje dlhy a jej rating bude klesať. Nízka hodnota tohto ukazovateľa je dobrým indikátorom toho, že firma dokáže generovať dostatočné množstvo finančných prostriedkov na splatenie svojho dlhu. Pred vypuknutím krízy v roku 2008 boli banky ochotné financovať firmy aj s 5- 6 násobne vyšším dlhom ako EBITDA, dnes sa vo všeobecnosti považuje za kritickú hranicu 3-4 násobok.

Dlh/ EBITDA krajov

Priemerná hodnota dlhu/ EBITDA všetkých Slovenských firiem je na úrovni 2,13. Podľa tohto ukazovateľa je zadlženosť priemernej Slovenskej firmy na veľmi dobrej úrovni a nie je kritická.



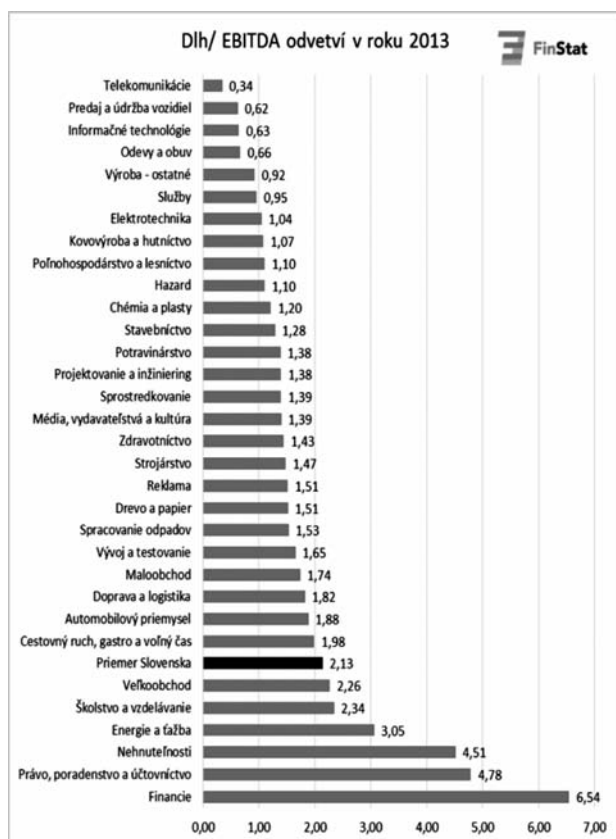
Najnižší dlh/ EBITDA je v Trenčianskom kraji s hodnotou 1,12. Značné percento aktív Trenčian-

skeho kraja tvoria aktíva odvetví s nízkym dlhom/EBITDA, napríklad Hazard a Chémia a plasty.

V jedinom kraji je dlh/EBITDA mierne kritická, a to v Bratislavskom. Priemerná firma v tomto kraji by splatila svoj dlh z aktuálnej EBITDA za takmer 3 obdobia. Táto hodnota je v porovnaní s ostatnými krajinami o takmer 1 až 2 obdobia vyššia. Je to do značnej miery opäť spôsobené tým, že 33% všetkých aktív tohto kraja tvoria aktíva Financíí, ktorých dlh/EBITDA je až 6,54 obdobia, ako znázorňuje obrázok č.4.

Dlh/ EBITDA odvetví

Aj dlh/ EBITDA je ukazovateľ, ktorý sa prirodzene líši v každom z odvetví. Práve preto je odporúčané porovnávať firmy iba ak pôsobia v rovnakom odvetví. Tieto hodnoty sa líšia, pretože každé odvetvie má rozdielnú kapitálovú náročnosť a štruktúru EBITDA.



Najnižšiu hodnotu majú Telekomunikácie, 0,34 obdobia. Dokázali by splatiť svoj dlh z aktuálnej EBITDA už za niečo viac ako 1/3 obdobia. Dlh/EBITDA pod úrovňou 1 obdobia je ešte v odvetviach: Predaj a údržba vozidiel, Informačné technológie, Odevy a obuv, Výroba- ostatné a v Službách. Iba štyri odvetvia majú dlh trikrát vyšší ako EBITDA, čo je po-

važované už za kritickú hodnotu, sú to odvetvia: Energie a ťažba, Nehnuteľnosti, Právo poradenstvo a účtovníctvo a Financie.

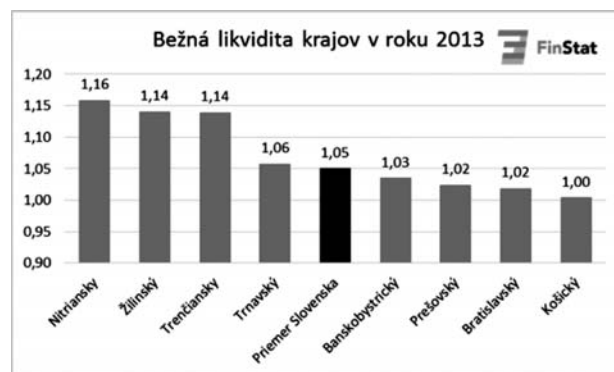
Jednoznačne najvyšší pomer dlhu k EBITDA majú Financie až 6,54 obdobia. Takto vysoká hodnota je z časti spôsobená tým, že odvetvie Financíí má iný charakter dlhu ako všetky ostatné odvetvia. Navyiac v ňom pôsobí aj Volkswagen Finančné služby Slovensko s.r.o. a ČSOB Leasing a.s., ktoré spôsobili zvýšenie tohto ukazovateľa, ak by tu nepôsobili jeho hodnota by bola 5,28.

Bežná likvidita

Bežná likvidita (CR - Current Ratio), tiež označovaná ako Likvidita III. stupňa, je vyjadrená pomerom obežných aktív a krátkodobých záväzkov. Tento ukazovateľ vyjadruje koľkokrát je daná spoločnosť schopná uspokojiť pohľadávky svojich veriteľov v prípade, že premení všetky svoje obežné aktíva v peňažné prostriedky. Doporučená hodnota vo väčšine odvetví pre bežnú likviditu je približne 1,8 - 2,5, pre priemyselné podniky je akceptovaná aj hodnota 1,5. Avšak pre každé odvetvie je nevyhnutné, aby daná hodnota bola vyššia ako 1, inak by spoločnosť v prípade problémov nebola schopná platiť svoje záväzky z krátkodobého majetku. Hlavným významom tohto ukazovateľa je vyjadrenie schopnosti dlžníka splácať svoje krátkodobé úvery a pohľadávky z obchodného styku, pretože predpokladom pre splatenie je dostatok obežných aktív.

Bežná likvidita krajov

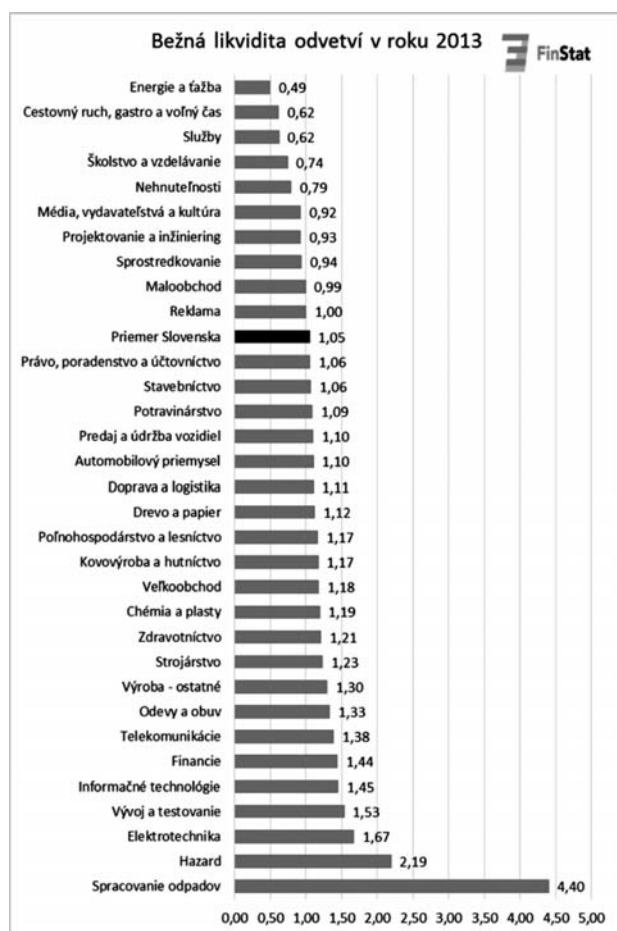
Priemerná bežná likvidita krajov Slovenska je zobrazená na obrázku číslo 5. Priemerná hodnota všetkých spoločností na území Slovenska dosahuje hodnotu 1,05. Táto hodnota je pomerne nízka, poukazuje na množstvo obežných aktív, ktoré sú len o niečo vyššie ako množstvo pohľadávok.



Už na prvý pohľad je viditeľné rozčlenenie grafu na dve základné časti. V prvej časti grafu s najvyššou bežnou likviditou sa nachádzajú kraje: Nitriansky, Žilinský a Trenčiansky kraj. Ich hodnoty sú o málo vyššie ako priemer krajov v roku 2013. V druhej časti sa nachádzajú kraje: Trnavský, Banskobystrický, Prešovský, Bratislavský a Košický kraj. Ich bežná likvidita sa pohybuje od 1,06 až po 1,00. Najkritickejšia hodnota je v Košickom kraji, iba 1,00 a aj to je do veľkej miery znovu ovplyvnená spoločnosťou U.S. Steel Košice s.r.o., bez nej by bola bežná likvidita Košického kraja iba 0,91.

Bežná likvidita odvetví

Aj bežná likvidita sa v jednotlivých odvetviach prirodzene líši. Najkritickejšia hodnota bežnej likvidity je v odvetví Energie a ťažba, jej hodnota je iba 0,49. Táto hodnota vyjadruje, že priemerná spoločnosť v danom odvetví nemá z obežných aktív pokrytú ani polovicu svojich záväzkov voči veriteľom, preto častokrát musí siahnuť po dlhodobom majetku.



Podobné problémy s bežnou likviditou pod úroveň 1 majú nasledujúce odvetvia: Služby, Školstvo a vzdelávanie, Nehnutelnosti, Média, vydavateľstvá a kultúra, Projektovanie a inžiniering a Sprostredkovanie. V prípade Cestovného ruchu, gastro a voľného času a Maloobchodu je táto hodnota normálna. Bežná likvidita sa počíta ako krátkodobé pohľadávky/ krátkodobé záväzky. Firmy z tohto odvetvia disponujú malým množstvom krátkodobých pohľadávok, keďže za ich služby a tovary majú zaplatené zvyčajne ihneď, ale svoje záväzky sú schopní platiť až s mesačnou splatnosťou, z týchto dôvodov sú pohľadávky nižšie ako záväzky, a teda bežná likvidita je taktiež nižšia ako 1.

Pri pohľade na graf môžeme vidieť, že len niekoľko spoločností spĺňa požiadavky na výšku bežnej likvidity (to avšak neznamena, že automaticky všetky firmy, ktoré nespĺňajú odporúčené hodnoty majú problém s likviditou). Medzi nimi sa nachádza napríklad Hazard, Elektrotechnika, Vývoj a testovanie atď.

Spracovanie odpadov je jediným odvetvím, ktoré má túto hodnotu vyššiu ako je požadované aj keď ju do veľmi veľkej miery ovplyvnila jediná firma, a to Jadrová a vyradovacia spoločnosť a.s., bez nej je bežná likvidita podľa údajov z FinStatu iba 1,07. Príliš vysoká hodnota tiež nie je dobrá pre danú firmu. Nepriemerané množstvo obežných aktív je pre danú spoločnosť zbytočné, bolo by pre ňu výhodnejšie dané prostriedky napríklad investovať alebo ich použiť na ďalší rozvoj spoločnosti.

*Autorkou článku je Monika Ondrušková
analytička dát vo FinStat.sk
a študentka Ekonomickej a finančnej matematiky
Univerzity Komenského*

Portál CFO.sk podporí aktivity SAF na Slovensku

Slovenská asociácia podnikových finančníkov uzavrela dohodu o spolupráci a vzájomnej podpore s ekonomickým portálom www.cfo.sk.

Portál www.CFO.sk je určený pre ľudí pracujúcich v oblasti podnikových financií, podnikateľov a širší manažment. Pomáha časovo zaneprázdneným manažérom zostať v obraze o všetkých dôležitých udalostiach v ekonomike a legislatíve, ktoré môžu ovplyvniť chod ich spoločnosti a ktoré potrebujú k jej plnohodnotnému finančnému riadeniu. Okrem toho prináša vo forme noviniek, best practice a odborných článkov overené know-how zo sveta finančného riadenia a stratégie.

CFO.sk kontinuálne monitoruje vývoj v daňovej a účtovnej legislatíve na Slovensku a v sekcii *Daňové aktuality* informuje o nových pokynoch a informáciách Finančnej správy SR. Významné legislatívne zmeny hlbšie analyzuje a čitateľom ponúka rôzne pomôcky, ako napríklad prehľadná sumarizácia najnovších *zmien v účtovnej závierke* v MS Excel, komplexné zhrnutie posledných *zmien v dani z príjmov*, ktoré sa stalo jedným z najčítanejších článkov na túto tému na Slovensku vôbec, alebo ako zmeny v *transferovom oceňovaní* zužujú možnosti daňovej optimalizácie od roku 2015. *Daňový, legislatívny a účtovný infoservis* dopĺňajú novinky renomovaných poradenských spoločností. V oblasti *IFRS* sa môžu čitatelia napríklad dozvedieť, ako pripravovaný *štandard pre leasingy* ovplyvní ich výkazy a finančné ukazovatele a aké zmeny prinesie nový štandard pre *vykazovanie výnosov*.

V oblasti finančného riadenia nájdu čitatelia stovky odborných článkov, prípadových štúdií a praktických pomôcok, ktoré pokrývajú oblasť kontrolingu, FP&A, riadenia rizík, treasury a cashflow. Môžu si napríklad stiahnuť excelový nástroj na výpočet nákladov na kapitál (*WACC*), nájsť detailný návod na prípravu *12 týždenného plánu cashflow*, prečítať, ako rieši kurzové riziko firma *Philips* a aké nástrahy skrýva použiť-

vanie ukazovateľa *EBITDA*, alebo zistiť, akých chýb sa najčastejšie dopúšťame pri *vizualizácii dát* v reportoch a prezentáciách. V sekcii *Témy* sú podrobne spracované otázky riadenia pohľadávok, kurzového rizika, finančného plánovania, M&A, riadenia nákladov a pracovného kapitálu.

Úlohou finančného riadenia nie je iba zastrešiť účtovníctvo, dane a reporting, ale predovšetkým aktívne participovať na strategickom rozvoji a usmerňovaní celej spoločnosti. CFO.sk prináša množstvo zaujímavostí z podnikových stratégií, reštrukturalizácií, M&A, financovania či inovácií. Čitatelia sa môžu inšpirovať úspešnými transformáciami spoločností *Alcoa*, *Mondelez* či *Cemex*, alebo selektívnou rastovou stratégiou firmy *Pirelli*. Zistia, ako fenomén *internetu vecí*, aditívnych *3D technológií* a *starnutie obyvateľstva* mení podnikanie naprieč všetkými odvetvami, ako nevychovať *nenahraditeľného* zamestnanca, či aké sú typické zmluvné podmienky v *M&A transakciách* v Európe. Z reportu firmy Verizon sa môžu dozvedieť, aké typy *hackerských útokov* najviac ohrozujú ich odvetvie, alebo aké majú firmy skúsenosti s *implementáciou ERP systémov*.

V neposlednom rade CFO.sk prináša dôležité informácie o vývoji ekonomického prostredia v Európe a vo svete a novinky z hospodárskych odvetví, ktoré sa najviac dotýkajú Slovenska. Čitatelia sa môžu dozvedieť, že súčasná *situácia na trhu s ropou* sa nápadne podobá tej z roku 1986, kedy Saudská Arábia vyškolila americký ropný priemysel, ktoré segmenty *automobilového odvetvia* majú najväčšiu globálnu perspektívu pre ďalší rast, a ako *Čínska ekonomika ovplyvňuje ceny komodít* a dôležitých výrobných vstupov.

Portál CFO.sk sa snaží upozorňovať na rodiace sa finančné a podnikateľské riziká, napríklad v septembri minulého roku upozorňoval čitateľov na to, že *dolárové nákupy* sa tento rok výrazne predražia a podniky *cestovného ruchu* utrpia v dôsledku ukrajinskej

krízy. O možných zmenách v aktivitách *Tesca* v regióne SVE informoval CFO.sk už na jeseň minulého roku.

Návštevnosť portálu dosiahla v prvých mesiacoch roku 2015 takmer 20 000 jedinečných návštevníkov mesačne a počet zaregistrovaných spoločností prekročil 250. Registrovaní užívatelia zostávajú každý deň v obraze vďaka e-mailovému newsletteru, ktorý starostlivo monitoruje všetky dôležité domáce a za-

hraničné informácie potrebné pre každodenné finančné riadenie. Na pracovné príležitosti v oblasti financií upozorňuje pracovný servis spoločnosti Grafton, ktorá má v tomto segmente pracovného trhu na Slovensku dominantnú pozíciu. Spoločnosti môžu CFO.sk využiť aj na propagáciu a oslovenie cieľovej skupiny finančníkov, podnikateľov a manažérov.

Matúš Porubský, CFO.sk, s.r.o.

Odborné podujatia SAF v prvom polroku 2015

1. Dňa 21. januára 2015 sa v RVS Studené - Most pri Bratislave uskutočnilo tradičné novoročné stretnutie finančníkov spojené s odbornou diskusiou na témy

- Treasury v podnikoch - Význam a úlohy
- Investičný plán pre Európu a Európsky fond pre strategické investície (EFIS)
- Aktuálna situácia v oblasti prípravy návrhu k dani z finančných transakcií
- Aké je postavenie a úloha treasury v slovenských podnikoch?

Na stretnutí sa zúčastnilo 70 účastníkov z významných podnikov a inštitúcií. Prvú tému uviedol Colin Tyler, Chief Executive The Association of Corporate Treasurers z Veľkej Británie, druhú a tretiu tému predniesol pán Štefan Adamec, poradca štátneho tajomníka Ministerstva financií Slovenskej republiky a k štvrtej téma diskutovali zástupcovia dvoch významných podnikov, a to pán Ing. Ladislav Janyík, finančný riaditeľ Slovnaft, a.s. a pán Ing. Marian Kurčík, podpredseda predstavenstva a ekonomický riaditeľ, Železiarne Podbrezová. Obidve témy vyzvali širokú a veľmi zaujímavú diskusiu. Prezentácie prednášajúcich sú zverejnené na stránkach SAF www.asocfin.sk.

2. Dňa 17. februára 2015 sa v dopoludňajších hodinách konal Odborný seminár „Účtovná závierka za rok 2014 a zmeny v účtovnej legislatíve v roku 2015“, lektormi ktorého boli doc. Ing. Mgr. Zuzana Juhászová, PhD. a doc. Ing. Miloš Tumpach, PhD. – Katedra účtovníctva FHI EU v Bratislave. Boli prediskutované témy Účtovná závierka pre podnikateľov za rok 2014 (v sústave podvojného účtovníctva), Zmeny v roku 2015 vyplývajúce z novely zákona o účtovníctve a nadväzujúcej účtovnej legislatívy a Systém účtovných závierok v SR v roku 2015.

3. Dňa 17. februára 2015 sa o 13.30 hod. konal v priestoroch Ekonomickej univerzity aj brainstorming za účasti členov Komisie SAF a pracovníkov MF SR k vybraným daňovým otázkam. Diskusie sa zúčastnilo viac ako 40 účastníkov. Za MF SR sa zúčastnila riaditeľka odboru MF SR Ing. Viera Laszová a ďalší traja vedúci pracovníci MF SR. Diskutovali sa aktuálne otázky daňovej legislatívy s dôrazom na novely platné pre rok 2015 ako aj návrh legislatívnych zmien v roku 2015. Témy otázky pripravil so zástupcami viacerých, hlavne veľkých podnikov vedúci Komisie SAF pre dane a clá pán Ing. Miroslav Galamboš, ktorý aj brainstorming moderoval.

Eduard Hozlár

ENGLISH SUMMARY

On the last page we provide brief English summaries of all papers presented in the current issue of our quarterly journal.

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Mr. Peter Krištofík, deputy editor-in-chief of the journal.

INTERVIEW

UNDERVALUATED EURO EXCHANGE RATE AGAINST DEFLATION. Interview with Vladimír Vaňo, head analyst of SBERBANK Europe is prepared by Vladimír Dobrovič.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

CECGA EXTENDS CRITERIA OF COMPANIES' EVALUATION

Lenka DEBNÁROVÁ

WAYS OF EFFICIENCY IMPROVEMENT IN COMPANIES

Marián BÓDI

HYBRID SECURITIES

Božena HRVOLOVÁ – Anna POLEDNÁKOVÁ

FINANCIAL TOOLS IN PROGRAMME PERIOD 2014 - 2020

Daniel PITOŇÁK

SELECTED RATIOS OF BUSINESS ENTITIES IN SLOVAKIA IN 2010-2012 (PART I)

Ladislav KABÁT – Monika MAJKOVÁ SOBEKOVÁ – Zuzana VINCÚROVÁ

FINANCIAL TRANSACTIONS TAX (PART II)

Erika Mária JAMBOROVÁ

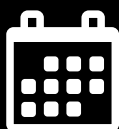
INDEBTEDNESS AND LIQUIDITY OF SLOVAK COMPANIES IN 2013

Monika ONDRUŠEKOVÁ

ASSOCIATION PAGES

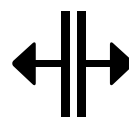
In the association pages SAF we offer:

- CFO.sk portal supports activities of SAF in Slovakia
- Activities of SAF in first half of 2015



Plánovanie peňazí

na prevádzku firmy a projekty. Každý plánuje za svoju oblasť. Ľahké porovnanie plánu so skutočnosťou.



Riadenie toku peňazí

(Cash-flow) - Kedy a koľko peňazí musíte zaplatiť, alebo dostanete? Koľko bude na účte? Aký úver potrebujete?



Sledovanie výdajov

Koľko Vás stojí údržba vozového parku? Koľko účtovné oddelenie a IT? Koľko firme zarobil projekt?



Elektronický obeh

faktúr, objednávok a ich schvaľovanie. Informácie a skeny dokladov máte dostupné aj z mobilu.

Aby ste vedeli o svojich peniazoch všetko

Vydavateľ a adresa redakcie

SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internetová stránka: www.asocfin.sk