

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XI. • číslo 4 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Zima 2011



**SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY
BRATISLAVA**

CECGA

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XI. • číslo 4 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Zima 2011

OBSAH

❑ ÚVODNÍK

Peter KRIŠTOFÍK 123

❑ INTERVIEW

NIEKOĽKO NETRADIČNÝCH MYŠLIENOK O DLHOVEJ KRÍZE –
úvaha prof. Karola VLACHYNSKÉHO 124

❑ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY

ANGAŽOVANOSŤ A ZODPOVEDNOSŤ INVESTOROV ZA SPRÁVU
SPOLOČNOSTÍ
CECGA 128

OCEŇOVANIE REÁLNOU HODNOTOU V ÚČTOVNEJ ZÁVIERKE
Miroslav ŠKODA 133

ZAVEDENIE BANKOVEJ DANE
Anna SCHULTZOVÁ 138

ČO TREBA VEDIEŤ O FINANČNOM TRHU V ČÍNE
Katarína ORAVÍKOVÁ PODOLIAKOVÁ 143

VPLYV FINANČNÝCH TRHOV NA DÔCHODKOVÉ SYSTÉMY
Božena CHOVANCOVÁ – Peter ÁRENDÁŠ 147

❑ STRÁNKY SAF

9. ROČNÍK KONFERENCIE SAF „FINANČNÉ RIADENIE PODNIKOV“
Redakcia 152

FOTOČRIEPKY Z 15-ROČNEJ ČINNOSTI SAF
Elena TRENČIANSKA 154

ODBORNÉ PODUJATIE V PIEŠŤANOCH „AKTUÁLNE ZMENY
V PODNIKATELSKOM PROSTREDÍ S ASPEKTOM NA ZNÍŽENIE
PODNIKATELSKÉHO RIZIKA“
Eduard HOZLÁR 155

STRETNUTIE FINANČNÍKOV V CLUBE IMPERIAL
Eduard HOZLÁR 157

❑ ENGLISH SUMMARY 158



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofík, Ph.D.

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 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

Aldo

www.aldodesign.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadané do tlače
23. 12. 2011

Úvodník

Peter KRIŠTOFÍK



Vážení čitatelia, milí priatelia a priaznivci SAF, Opäť uplynul ďalší rok a pre každého to znamená čas bilancovania. V osobnom živote počítame na jednej strane svoje aktíva – to, čo sa nám v roku 2011 podarilo a čo pozitívne sme dosiahli a na strane druhej záväzky – nesplnené predsavzatia, neúspechy či prehry. V konečnom dôsledku dúfame, že výsledkom tohto porovnania bude čo najvyšší čistý zisk. Hoci tieto výpočty nie sú z účtovného hľadiska celkom presné, všetci sa určite zhodneme v tom, že práve tento „ľudský“ zisk (nech už má akúkoľvek podobu) je tým, o čo sa usilujeme.

Aj my v našej asociácii sa snažíme každoročne vyhodnotiť pozitívne aspekty našej činnosti vo vzťahu k členom SAF ako aj širokej odbornej verejnosti a zamyslieť sa nad tým, v ktorých oblastiach sa môžeme ešte zlepšiť či kde ponúknuť nové podnety a impulzy. Rok 2011 bol z tohto pohľadu pre Slovenskú asociáciu podnikových finančníkov najmä

rokom jubilejným, v ktorom sme si pripomenuli 15. výročie jej založenia a mali možnosť pozrieť sa na to, čo asociácia za toto pomerne dlhé obdobie dosiahla. Bol však zároveň rokom bohatým na aktivity, ktorých cieľom bolo predovšetkým vytvoriť platformu na výmenu názorov, skúseností a riešení pre finančných manažérov a podnikových ekonómov. V tomto duchu sa niesla októbrová výročná konferencia asociácie, ako aj celý rad podujatí, odborných seminárov a školení počas celého roka. O tých najvýznamnejších sme vás, milí čitatelia, pravidelne informovali na stránkach nášho časopisu a inak tomu nie je ani v tomto čísle.

Okrem informácií z konferencie a ďalších odborných akcií SAF nájdete v zimnom čísle Finančného manažéra hodnotný a netradičný názor nášho zakladajúceho člena a významného slovenského akademika profesora Karola Vlachynského na aktuálnu problematiku dlhovej krízy. V sekcii odborných článkov opäť ponúkame široké spektrum tém – pravidelný príspevok partnerskej asociácie CEEGA z oblasti správy a riadenia spoločností, účtovnú problematiku oceňovania reálnou hodnotou, zaujímavý pohľad na zavádzanie bankovej dane či aktuálne informácie z finančných trhov.

Milí priatelia, keď sme sa na konci roku 2010 a začiatkom tohto roka stretávali na odborných podujatiach, všetci sme vyslovovali nádej, že začíname žiť pokrízové časy a recesia je na ústupe. Žiaľ uplynulé mesiace ukázali, že ekonomická situácia je naďalej veľmi vážna, kríza sa prehľbuje a jej koniec je v ne-dohľadne.

Napriek tomu mi dovoľte, aby som Vám v mene celej redakcie nášho a verím, že aj Vášho časopisu, zaželel čo najúspešnejší rok 2012, ktorý – ak už nebude bohatý na „ekonomický“ zisk – nech je bohatý aspoň na ten zisk „ľudský“ pre každého z Vás.

*Peter Krištofík
zástupca šéfredaktorky*

Niekoľko netradičných myšlienok o dlhovej kríze

Karol VLACHYNSKÝ



Dlhová kríza a jej ďalekosiahle dôsledky výrazným spôsobom ovplyvňujú (nielen) ekonomickú situáciu takmer v celom svete. V tejto súvislosti sme o názor požiadali dlhoročného člena SAF a významného slovenského akademika pána prof. Karola Vlachynského.

Finančné problémy rozvinutých krajín sa v súčasnosti najvýraznejšie prejavujú vysokou úrovňou verejných dlhov a ich rastom. Zadlženosť vznikala postupne takmer trvalým hospodárením štátov so schodkovými rozpočtami. Intenzívne sa zvýšila od roku 2008. Dlhová kríza sa stala nebezpečenstvom pre celú eurozónu a kritickou pre jej spoločnú menu.

Príčiny rastu zadlženosti sú výsledkom istej hospodárskej politiky. Pri jednotlivcoch, domácnostiach aj v jednotlivých štátoch jestvuje stály rozpor medzi prakticky neobmedzenými spotrebnými aspirácia-

mi a medzi obmedzenými finančnými možnosťami ich uspokojovania. Toto napätie je užitočné, nakoľko stimuluje snahy finančné možnosti zvýšiť. Je vlastne motorom pokroku, inovácií a hospodárskeho rastu. Súčasne však prispieva aj k zvyšovaniu majetkovej a dôchodkovej nerovnosti.

V rámci jednotlivých štátov jestvuje dlhodobo vytváraná istá majetková štruktúra rôznych vrstiev obyvateľstva, s čím do značnej miery súvisí aj dôchodková nerovnosť. S jej rastom vzniká nespokojnosť nižších a stredných dôchodkových skupín, rastie sociálne napätie, ktoré v demokratických štátoch priamo ohrozuje vládnuce vrstvy. Aby toto ohrozenie oslabovali, akceptovali zmeny zvyšujúce uspokojovanie spotrebných aspirácií obyvateľstva. Cesty sa môžu líšiť.

V anglosaských krajinách to bola od druhej polovice minulého storočia najmä postupná liberalizácia

prístupu k úverovým zdrojom, k rastu súkromného dlhu, a tým k zvyšovaniu spotrebných možností obyvateľstva. Klasickým príkladom je rast úverovej bubliny na americkom trhu hypotekárnych úverov, ale aj jednoduchý prístup k úverovým spotrebným kartám a i. Prekročenie kritickej hranice súkromných dlhov viedlo k znižovaniu ich návratnosti, čo si vynucovalo podporu bánk dotáciami z rozpočtových zdrojov, a tým rast verejných dlhov. Došlo k presúvaniu súkromných dlhov do dlhov verejných.

V európskych podmienkach bol rozdiel medzi dôchodkami a spotrebnými aspiráciami obyvateľstva riešený rastúcimi verejnými službami (bezplatná zdravotná starostlivosť, vzdelanie, sociálne služby a i. výdobytky sociálnej trhovej ekonomiky). Tento rast vynucovaný politickými tlakmi postupne presahoval bežné štátne príjmy a zvyšoval štátne dlhy.

Rast verejných dlhov v rade štátov už dosiahol kritickú hranicu. Štátne dlhopisy prestávajú byť „bezrizikovými“ investíciami, ich emitovanie je stále drahšie (rastú úrokové sadzby, pri ktorých je možné umiestňovať ich na finančných trhoch). Vzniká nutnosť rast dlhov zastaviť a nastúpiť neľahkú cestu postupného dosahovania vyrovnaných a prebytkových štátnych rozpočtov. Aktualizáciu riešenia týchto problémov naplno odhalil vznik a rozvoj finančnej a hospodárskej krízy, ktorá spôsobila pokles tvorby HDP, rast nezamestnanosti a zníženie dôvery v politických predstaviteľov, finančné inštitúcie a celkový hospodársky systém.

Verejnosc si oprávnené kladie otázky, ako je možné, že vlastnícke, finančné a politické špičky doviedli jednotlivé krajiny do súčasných krízových situácií. Prečo nevedeli, alebo nechceli robiť s dostatočným predstihom opatrenia, ktoré by takému vývoju zabránili. Sú to otázky, na ktoré predstavitelia súčasných „elít“ môžu veľmi ťažko odpovedať.

Opatrenia prijímané v súčasnosti politikmi jednotlivých štátov a finančnými inštitúciami sledujú cieľ upokojiť situáciu na finančných trhoch, obnoviť dôveru, podnietiť rast ekonomík a návrat k „normálnemu“ chodu hospodárstva. Súčasne sprísniť regulačné opatrenia, aby boli schopné účinnejšie predchádzať vznik krízových situácií. Ak sa v tomto snažení dosiahne úspech, vytvorí časový priestor, v ktorom bude možné aj na medzinárodnej úrovni postupne riešiť ekonomické nerovnováhy a anomálie, ktoré sú dlhodobými rizikami svetového hospodárstva a tým aj možnými

zdrojmi nových krízových scenárov v budúcnosti. Upozorním na dve, ktoré považujem za najzávažnejšie. Sú to:

- rozdiely medzi bohatými a chudobnými a
- anomálie finančného systému.

Rozdiely medzi bohatými a chudobnými

V rámci jednotlivých štátov jestvuje dlhodobá vytváraná istá majetková a dôchodková nerovnosť.

Pri porovnávaní obyvateľov jednotlivých krajín z hľadiska bohatstva a chudoby sa spravidla vyčísluje veľkosť hrubého domáceho produktu (HDP) na hlavu. Najčastejšie sa vyjadruje v USD v prepočte podľa parity kúpnej sily (PPP parita). Rozdiely sú priepastné. Tak napríklad medzi krajinami OECD podľa posledných prepočtov sa najvyššia úroveň dosahovala v Luxembursku (81 466 USD na hlavu), z rozvojových krajín bola najnižšia v Libérii (396 USD) a v Kongu (329 USD na hlavu)¹.

Ukazovateľ HDP na hlavu je priemerom za jednotlivé krajiny. Nehovorí nič o tom, ako sa na produkte podieľajú jednotlivé skupiny obyvateľstva danej krajiny, aké je dôchodkové rozvrstvenie. Aj v krajine s vysokým priemerným dôchodkom na hlavu môže byť jeho rozdeľovanie veľmi nerovnomerné a značná časť obyvateľstva môže žiť až pod hranicou chudoby.

Stupeň dôchodkovej nerovnosti v jednotlivých krajinách možno merať dvomi spôsobmi:

- hodnotením, aké percento z celkového dôchodku v krajine získava 10 % obyvateľov s najvyššími dôchodkami a aké percento 10 % obyvateľov s najnižšími dôchodkami;
- presnejším hodnotením je kvantifikácia tzv. Gini koeficienta. Pohybuje sa v intervale $< 0, 1 >$. Nulová hodnota znamená rovnosť v rozdeľovaní (každý subjekt má rovnaký dôchodok). Hodnota 1 znamená, že jeden subjekt získava celý dôchodok. Čím je koeficient vyšší, tým je v danej krajine väčšia dôchodková nerovnosť. Vyjadruje sa aj v %, potom je jeho interval $< 0, 100 >$. Pre ilustráciu uveďme tabuľku dôchodkovej nerovnosti v niektorých krajinách:²

1 Podľa SWorld Economic Outlook Database – September 2011 – International Monetary Fund.

2 Údaje: Human Development Report 2009. Výpočty v jednotlivých krajinách boli robené za rôzne roky. Spravidla v rámci intervalu 2000–2008. Výsledky za všetkých 145 sledovaných krajín ukázali, že v rozvojových krajinách je dôchodková nerovnosť v priemere vyššia, než v krajinách rozvinutých. <http://en.wikipedia.org/wiki/List-of-income-inequality>

Krajiny	V / N	Gini koeficient v %
Nemecko	6,9	28,3
UK	13,8	36,0
USA	15,9	40,8
Slovensko	6,7	25,8
ČR	5,2	25,4
Japonsko	4,5	24,9
Brazília	40,6	55,0
Rusko	12,7	39,9
Čína	21,6	46,9

V = priemerný dôchodok 10 % obyvateľov s najvyššími dôchodkami

N = priemerný dôchodok 10 % obyvateľov s najnižšími dôchodkami

Majetková nerovnosť je podstatne väčšia. Podľa výskumu vykonaného za rok 2000 najbohatšie 1 % dospelého obyvateľstva sveta vlastní 40 % svetového majetku. Prvých 10 % obyvateľov s najvyšším majetkom vlastní 85 % svetového majetku a 50 % dospelého obyvateľstva s najnižším majetkom vlastní len 1 % svetového majetku³.

Nožnice majetkovej a dôchodkovej nerovnosti sa aj vnútri jednotlivých štátov stále viac roztvárajú. Vzniká nespokojnosť nižších a stredných dôchodkových skupín, rastie sociálne napätie. Potreby aktuálneho riešenia schodkovosti štátnych rozpočtov a neúnosného rastu verejných dlhov znamenajú ďalšiu záťaž pre tieto dôchodkové skupiny. Rast ich nespokojnosti s rozdeľovaním dôchodkov a s celým finančným systémom vyúsťuje už do vážnych sociálnych nepokojov. Príkladov je dosť: arabská jar, výtržnosti v Londýne, protesty stredných tried v Izraeli, študentov v Chile, ničenie luxusných áut „tučných mačiek“ v Nemecku, vývoj v Sýrii, indické hnutie proti korupcii, nespokojnosť s korupciou a nerovnosťou v Číne, okupácia „Wall Street“ v New Yorku a demonštrácie v mnohých ďalších amerických mestách a koniec koncov sú to aj protesty lekárov a učiteľov na Slovensku.

Zatiaľ účastníci týchto protestov (v USA pod heslom: „My sme 99 %“) vyslovujú rôzne požiadavky. Najčastejšie sú tri: Dostať šancu využívať svoje zna-

losti; slušnú prácu a slušnú odmenu; spravodlivejšiu ekonomiku a spoločnosť. Hnutie zatiaľ nemá jednoznačne vyprofilované programové ciele, nemá uznávaných predstaviteľov. Ďalšie prehlbovanie dôchodkovej nerovnosti k istému zjednocovaniu požiadaviek skôr či neskôr dospeje. A potom diskusia vládnucich spoločenských špičiek s takým hnutím už nebude možná pomocou vodných diel a slzného plynu. Ekonomický model, ktorý sa v rámci jestvujúcich možností nebude snažiť poctivo riešiť problematiku nerovnosti bude vystavený kríze legitimity. Budú nutné vážne politické zmeny, zmeny hospodárskych politík, ktoré by mali postupne viesť k zdokonaľovaniu celého ekonomického systému a v jeho rámci aj finančnej sústavy vrátane jej anomálií.

Na celom svete máme nevyužitú zdroj – ľudí, ktorí chcú pracovať, stroje, ktoré zaháľajú, prázdne budovy a domy. Súčasný ekonomický systém prioritne založený na zisku a vlastníctve nie je schopný využiť tieto zdroje na riešenie množstva neuspokojených potrieb ako je boj s chudobou, podpora ekonomického rozvoja, ochrana životného prostredia a prispôbovanie ekonomiky globálnemu otepľovaniu.

Anomálie finančného systému

V trhovej ekonomike vyprodukované tovary a služby získavajú spotrebiteľia kúpou a predajom za peniaze. Základnou úlohou peňazí je teda sprostredkovať tento pohyb, zabezpečovať, aby sa hrubý domáci produkt vytváral a aby sa dostal k svojim konečným spotrebiteľom. Vyžaduje to rad pohybov peňazí, pričom sa ich obrat viac alebo menej vzdaluje od pohybov reálnych tovarov a služieb – vzniká veľmi rozsiahly tzv. transferový peňažný obrat. Obrat peňazí vo všetkých jeho formách prebieha na finančnom trhu, t.j. na trhu, na ktorom možno kupovať a predávať finančné nástroje, finančný majetok a uzatvárať kontrakty končiace finančným vyrovnaním. Niektoré odhady uvádzajú, že objem obratu peňazí je až 50 násobne väčší než celosvetový HDP.

Otázkou je, do akej miery majú peňažné operácie spätosť s reálnou ekonomikou a do akej miery sú len prázdny presunmi vyvolávanými snahou jednotlivých subjektov finančného trhu dosahovať zisky. Kde vedie deliaca čiara je len veľmi ťažko odhadovať. No aspoň niekoľko konštatovaní:

³ Údaje podľa World Institute for Development Economics Research at UN University. <http://en.wikipedia.org/Distribution-of-wealth#Statistical-distributions>

Na kapitálovom trhu obraty obchodov s akciami svedčia o tom, že len v menšej miere ide o zmeny strategických vlastníkov skutočne riadiacich podnikanie v daných spoločnostiach. Väčšinou sú to kontrakty iniciované zmenami portfólií inštitucionálnych investorov s cieľom využívať kurzové zmeny – teda operácie špekulačného charakteru vzdialené od reálnej ekonomiky a zvyšujúce rizikovosť trhu.

Devízový trh zabezpečuje kúpu a predaj jednotlivých mien a ich konverziu navzájom. Priemerný denný obrat na devízových trhoch dosahoval v roku 2010 asi 4 bilióny USD.⁴ Nakoľko devízové trhy pracujú nepretržite, za 360 dní v roku môže byť ročný obrat až 1,4 trilióna USD, čo je 23 krát viac než celosvetový HDP, ktorý v roku 2010 dosiahol (podľa oficiálneho kurzu) 62 biliónov USD. Istotne to mnohonásobne presahuje peňažný obrat potrebný pre obsluhu zahraničného obchodu s komoditami a službami a potreby svetového turizmu.

Obdobná situácia je aj na derivátovom trhu. Podľa spomínaných údajov BIS dosiahla koncom júna 2010 nocionálna hodnota otvorených derivátových pozícií (t.j. menovitá hodnota ich podkladových nástrojov) výšku 536 biliónov USD, teda 8,6 krát väčšiu než celosvetový HDP. O tom, že derivátové kontrakty majú v rozhodujúcej miere špekulačný charakter svedčí, že len asi 1 % končí skutočným vecným plnením – zvyšok sa uzatvára buď protikontraktom alebo peňažným plnením.

Jednoznačne špekulačný charakter majú aj tzv. „krátke predaje“ zamerané na dosahovanie zisku z dlhodobejšieho poklesu cien komodít a finančných nástrojov. Bolo by možné uvádzať aj rad ďalších príkladov.

Možno konštatovať, že vývoj mnohých finančných služieb a finančných nástrojov sa viac alebo menej odtrhol od reálnej ekonomiky a žije vlastným životom. S tým spojený rast peňažného obratu nepriaspieva k rastu spoločenského bohatstva a zvyšuje rizikovosť ekonomického života.

Je pochopiteľné, že súčasný stav finančného systému nie je možné nejako jednorazovo zmeniť, alebo zastaviť procesy finančných inovácií. Sú za ním záujmy

jednotlivých štátov, vlastníckych, podnikateľských, finančných a politických skupín. Je však nutné využiť na ozdravenie priestor, ktorý vytvára potreba riešiť následky krízy a prijímať opatrenia na predchádzanie budúcim otrasom a oslabenie rizikovosti celého systému.

Popri urýchlennom prijímaní opatrení na zabránenie rozpadu systému a obnovenie jeho funkčnosti sa už prijali aj koncepčné dlhodobejšie riešenia. Najdôležitejšími sú:

- V USA je to prijatie Dodd-Frankovho zákona „Reforma Wall Street a ochrana spotrebiteľov“, ktorý upravuje regulačné opatrenia pre všetky hlavné oblasti finančného systému USA a zriaďuje aj nové orgány dohľadu.
- Európsky parlament zriadil Európsky výbor pre systémové riziko a nezávislý orgán zodpovedný za makroekonomický dohľad nad finančným systémom EÚ. Súčasne boli vytvorené aj tri čiastkové orgány dohľadu.
- Boli už prijaté pravidla „Basel III.“ a ďalšie dohody požadujúce zvýšenie základného kapitálu bánk (core capital) na úroveň 9 % rizikovo vážnych aktív.

Diskusie pokračujú.

Ide síce o dôležité rozhodnutia postupujúce správnym smerom, ale len málo obmedzujú neproduktívny transferový peňažný obrat a špekulačné zameranie mnohých finančných transakcií neprispievajúcich k reálnemu rastu spoločenského bohatstva.

Postupné komplexnejšie riešenie problémov ekonomického a v jeho rámci aj finančného systému vyžaduje odvážne politické rozhodnutia zodpovedajúce nezvratne postupujúcej globalizácii systému. Sú schopní ich prijímať len politickí predstavitelia, ktorí budú skutočne sledovať záujmy celej spoločnosti. Ich dosadenie do rozhodovacích pozícií bude v súčasných podmienkach politickej roztrieštenosti spoločnosti do skupín presadzujúcich záujmy istých vlastníckych, podnikateľských a finančných vrstiev neobvyčajne náročné. Zatiaľ si taký prechod vieme len ťažko čo i len predstaviť. Zrejme rozhodujúcim predpokladom bude stále intenzívnejší tlak občianskej spoločnosti, tých 99 % obyvateľov sveta.

prof. Karol Vlachynský

⁴ Bank of International Settlement v publikácii BIS Quarterly Review Dec. 2010.

Angažovanosť a zodpovednosť investorov za správu spoločností



Na tomto mieste vám pravidelne prinášame informácie o uplatňovaní princípov Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku a o vývoji rámca corporate governance najmä v európskom kontexte. O tom, že corporate governance je v súčasnosti v etape dynamického vývoja a rozširovania pôsobnosti svedčí aj správa *Financial Reporting Council* o Vývoji zmien v správe a riadení spoločností v roku 2011 vo Veľkej Británii. Vzhľadom na rastúcu potrebu angažovanosti investorov do správy a riadenia spoločností, vybrali sme z uvedenej správy časť týkajúcu sa vyhodnotenia vplyvu a uplatňovania princípov tzv. *Stewardship* kódexu, ktorý je určený najmä pre inštitucionálnych, ale aj pre individuálnych investorov.

K decembru 2011 podpísalo britský *Stewardship Code* (ďalej len „Kódex správcovstva“) 234 signatárov, vrátane 175 správcov aktív, 48 majiteľov aktív a 12 poskytovateľov služieb¹, čo predstavuje dobrý štart a jasný znak toho, že trh je ochotný brať koncept Kódexu správcovstva vážne. Existujú aj určité znaky toho, že investori si uvedomujú svoju zodpovednosť za správcovstvo pri ich bežnom kontakte so spoločnosťami, avšak pred nami je ešte dlhá cesta kým dôjde k integrácii správy a riadenia spoločností a investičného rozhodovania. Teraz sme pred výzvou stavať na tomto počiatočnom úspechu.

Pozitívnym aspektom za osemnásť mesiacov od prijatia Kódexu správcovstva [júl 2010] bolo to, že vzbudil veľký záujem. Kódex správcovstva podporujú alebo ho aj podpísali veľkí správcovia aktív ako aj malí, špecializovaní investori. Medzi nich patria splnomocnenci na hlasovanie v zastúpení (tzv. *proxy voting agencies*) a investiční konzultanti, ktorí hrajú dôležitú úlohu pri vytváraní kultúry a hodnôt trhu.

¹ Úplný zoznam signatárov nájdete na: <http://www.frc.org.uk/corporate/stewardshipstatements.cfm>. Jedna organizácia je klasifikovaná ako správca aktív a zároveň aj ako poskytovateľ služieb.

Medzi nich patrí rovnako aj široká škála britských penzijných fondov a iní majitelia aktív tak, ako vyplýva z tabuľky uvedenej nižšie.

Typy majiteľov

Typ	Počet
Dôchodkové systémy s priamymi dávkami	31
Dôchodkové systémy s priamymi príspevkami	2
Nadácie	2
Poistovatelia	3
Investičné fondy	8
Podielové fondy	2

Zdroj: FRC (*Financial Reporting Council* - Rada pre finančný reporting)

Poznámka (i): Tieto údaje zahŕňajú len tých majiteľov, ktorí Kódex hospodárenia formálne podpísali. Existuje však veľa tých, ktorí [iba] vydali vyhlásenie o jeho podpore.

Poznámka (ii): Z uvedeného počtu Dôchodkových systémov s priamymi dávkami je 18 systémov z verejného sektora a zvyšok predstavujú korporátne systémy alebo systémy tretieho sektora.

Zapojenie majiteľov aktív je veľmi dôležité z dôvodu, že udeľujú investičné mandáty [pozn. prekladateľa: aj mandáty na riadenie portfólia investícií]. Ak majitelia aktív, ako klienti, dajú svojim správcovi fondov jasne najavo, čo od výkonu správcovstva očakávajú, ich správcovia budú mať reálnu predstavu, čo sa od nich očakáva. Časom sa Kódex správcovstva stane významným hnacím motorom zmien.

Financial reporting Council (ďalej len „FRC“) takto uvítala aktívnu podporu Kódexu správcovstva zo

strany NAPF (*The National Association of Pension Funds - Národná asociácia pre penzijné fondy*) a bude pokračovať v svojom úsilí oslovovať a angažovať ďalších majiteľov aktív priamejším spôsobom, vrátane štátnych investičných fondov [pozn. prekladateľa: aj ako zvrchované alebo suverénne majetkové fondy], dobročinných nadácií a poisťovacích spoločností. Taktiež bude hľadať spôsoby začlenenia Kódexu správcovstva do investičných činností dôchodkových systémov s definovanými príspevkami, ktoré na britských akciových trhoch hrajú čoraz významnejšiu rolu.

FRC taktiež víta rastúce debaty o tom, či by sa mal koncept Kódexu správcovstva vzťahovať na globálne akciové zdroje a iné typy aktív. Zatiaľ čo Kódex správcovstva bol vypracovaný vo vzťahu k britským akciovým zdrojom, koncept, ktorý tvorí jeho základ, by mal mať širšiu národnú a medzinárodnú relevantnosť.

Reportovanie o správcovstve

Od decembra 2010 FSA (*Financial Services Authority - Úrad pre reguláciu finančných služieb*) vyžaduje, aby všetky firmy oprávnené spravovať fondy v mene tretích strán uvádzali, či sa riadia Kódexom správcovstva (podľa Pravidiel pre výkon podnikania 2.2.3). Od tých, ktorí tak robia, sa očakáva, že „dodržiavajú a vysvetľujú“ princípy Kódexu správcovstva a podávajú správy o tom, ako bol aplikovaný. Aplikovanie Kódexu správcovstva tak zostáva dobrovoľné, avšak niet pochyb o tom, že pravidlo FSA povzbudilo investičných manažérov, aby uvažovali nad svojimi zodpovednosťami ohľadom správcovstva a Kódex správcovstva podpísali.

Ako sa dalo očakávať pri takej veľkej a rozmanitej skupine signatárov, kvalita podávania správ je rôzna. Dôkladnejšie vypracované vyhlásenia o správe a riadení podávajú správu vo vzťahu ku každému zo siedmich princípov Kódexu správcovstva dostatočne podrobne, pričom presne objasňujú, ako signatári pristupujú k svojim zodpovednostiam. Táto skutočnosť je dôležitá, pretože vyhlásenie je základným zdrojom informácií pre tých, ktorým z Kódexu správcovstva plynú v konečnom dôsledku prospechy, a to pre majiteľov aktív, ktorí udeľujú investičné mandáty, a ako aj pre beneficentov.

Všetko nasvedčuje tomu, že trh sa začína dôkladnejšie zaoberať vyhláseniami s cieľom odlišenia ponúkaných úrovní správcovstva. Táto skutočnosť

je povzbudzivá, hlavne ak sa odlišovanie rôznych úrovní stane medzi širokou škálou účastníkov všeobecne rozšírenou praxou, pretože by to malo v konečnom dôsledku znamenať, že pri výbere investičných manažérov sa správcovstvo stáva významným faktorom. Tí, ktorí sa rozhodnú nedodržiavať určitý princíp, budú musieť predložiť odôvodnené a zmysluplné vysvetlenie k tomu, aby mohli začať alebo pokračovať v svojom podnikaní. Medzitým by sa investori pri vyhotovovaní svojich vyhlásení mohli riadiť štandardom, ktorí by oni sami očakávali od spoločností v podávaní ich správ o správe a riadení spoločnosti.

Na základe vlastného prieskumu uskutočneného zo strany FRC ohľadom vyhlásení vyplynula potreba vyššej miery zverejňovania v nasledovných štyroch oblastiach.

Po prvé, podávanie správ o tom, ako sa riešia **konflikty záujmov**, je často nedostatočné. Na túto skutočnosť poukázala aj organizácia *Fair Pensions (Spravodlivé penzie)* vo svojej správe o fiduciárnych povinnostiach [pozn. prekladateľa: povinnosť konať v najlepšom záujme spoločnosti]². Relatívne malý počet signatárov kategoricky uvádza, že sa vždy snažia podriaďovať vlastné záujmy záujmom klienta. Táto skutočnosť môže vyplývať z dôvodu, že sa môžu cítiť právne zaviazaní alebo z dôvodu, že samotný záujem klienta nemusí byť jasný (ako napríklad v prípade investora, ktorý mal u toho istého emitenta významné majetkové účasti ako aj dlhopisy). Diskusie so signatármi Kódexu hospodárenia na seminári v septembri 2011 však dospeli k záveru, že by bolo užitočné, keby sa investori tejto záležitosti viac venovali.

Po druhé, viaceré vyhlásenia ohľadom princípu **kolektívneho zapojenia** boli zamerané na členstvo v kolektívnych orgánoch. Zatiaľ čo tento aspekt je vítaný, je to stále len okrajové riešenie vo vzťahu k hlavnému dôvodu pre tento princíp [kolektívneho zapojenia], a tým je potreba pre investorov byť schopní v kritických momentoch spojiť svoje sily, aby zabezpečili, že správne rady sú si vedomé ich obáv a budú ich reflektovať. Takáto situácia môže vyžadovať strategickejší prístup zo strany akcionárov ako aj

2 'Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation' (Ochrana našich najlepších záujmov: znovuobjavenie fiduciárnych povinností); britská charitatívna organizácia *Fair Pensions*; 2011 [pozn. prekladateľa: *FairPensions* je charitatívna organizácia, ktorá podporuje zodpovedné investovanie zo strany penzijných fondov a správcov fondov.]

ďalší rozvoj manažérskych zručností v rámci sektora investovania. FRC podporuje investorskú komunitu, aby sa debata o týchto záležitostiach ďalej rozvíjala.

Po tretie, len málo vyhlásení uvádza podrobnejší opis toho, ako signatári využívajú služby splnomocnencov na **hlasovanie v zastúpení**. O tomto aspekte sa v súčasnosti aktívne debatuje na úrovni EÚ, následkom čoho viaceré členské štáty tlačia Európsku komisiu k tomu, aby prijala súvisiacu právnu úpravu. V súvislosti s debatou o tejto otázke bude zásadná skutočnosť, ako investori využívajú odporúčania poskytnuté zo strany zastupujúcich poradcov. Všeobecné pochopenie, že sa tieto odporúčania využívajú zodpovedne, napomôže zmierniť tlak vyplývajúci z dôvodu nadmerne normatívnej právnej úpravy činnosti týchto zástupcov.

Existuje aj problém ohľadom **dostupnosti vyhlásení**. Internetová stránka FRC uvádza link na všetky vyhlásenia signatárov, ktoré však nie sú vždy tak ľahko dostupné aj z iných zdrojov. Pomohlo by, ak by sa dali vyhlásenia ľahko nájsť a taktiež, ak by každé vyhlásenie obsahovalo vysvetlenie, ako môžu byť signatári kontaktovaní, hlavne uvedením kontaktných údajov o zodpovednej osobe, ktorá má na starosti otázky ohľadom správcovstva, vrátane možného kolektívneho zapojenia. Na základe prieskumu uskutočneného zo strany FRC bolo zistené, že viac ako 40% vyhlásení vôbec neuvádzalo žiadne kontaktné údaje a že veľa ďalších vyhlásení neuvádzalo emailovú adresu ani telefónne číslo pre účely kontaktovania.

Záverom by FRC chcela povzbudiť signatárov k tomu, aby každý rok preskúmavali svoje vyhlásenia za účelom prípadnej aktualizácie a aby pri tom mali na zreteli vyššie uvedené body.

Riadne valné zhromaždenia a hlasovanie

Nakoľko uvedomelý prístup k hlasovaniu je dôležitou zložkou správcovstva, FRC nie je presvedčená o tom, že úspešnosť Kódexu správcovstva by sa mala merať počtom hlasov „proti“ na valných zhromaždeniach. Kódex správcovstva jasne uvádza, že akcionári by mali byť pripravení hlasovať proti vedeniu v prípade, že majú vážne obavy, ktoré sa neriešia, avšak dosiahnutie tohto bodu môže naznačovať zlyhanie vo vzťahoch medzi spoločnosťami a ich akcionármi. Na čom skutočne záleží je uvážené hlasovanie a aj vyjadrenie podpory spoločnosti zo strany

akcionárov môže byť niekedy také dôležité ako hlasovanie proti.

Vzhľadom na toto východisko je dôležitá celková účasť na hlasovaní. V prvých šiestich mesiacoch roka 2011 bola priemerná účasť na hlasovaní 70,9%, čo predstavovalo oproti roku 2010 nárast o 3%. To sa dá porovnať s obdobím rokov 2008 až 2010, kde nárast predstavoval len 2%³. Je ťažké povedať, do akej miery môže za tento nárast Kódex správcovstva, keďže k nárastu účasti na hlasovaní došlo aj na iných európskych trhoch, ale percento priemernej účasti na hlasovaní v Spojenom kráľovstve zostáva i naďalej oveľa vyššie ako priemerná účasť na hlasovaní vo výške 62,6% v európskom meradle.

Po tom, ako veľké množstvo spoločností z rebríčka FTSE 350 prijalo rozhodnutie o každoročnom hlasovaní o znovuzvolení všetkých členov správnej rady tak, ako to odporúča *Kódex správy a riadenia spoločností v Spojenom kráľovstve za rok 2010* (2010 UK Corporate Governance Code), poverila FRC organizáciu PIRC uskutočnením prieskumu úrovne nesúhlasu s voľbami členov správnej rady, za účelom vyhodnotenia, či každoročné voľby členov správnej rady majú vplyv na vzory hlasovania⁴. Každoročné hlasovanie o všetkých členoch správnej rady týkajúce sa znovuzvolenia do funkcie poskytuje akcionárom možnosť dať najavo svoje obavy týkajúce sa určitých aspektov správy a riadenia spoločnosti, napríklad účinnosti výborov správnej rady, a to rozdielnym hlasovaním o jednotlivých členoch správnej rady.

Zatiaľ to nemalo viditeľný dopad. Údaje v skutočnosti ukazujú mierny pokles úrovne nesúhlasu, s priemerným percentom vo výške 1.65% hlasov proti znovuzvoleniu členov správnej rady spoločností z rebríčka FTSE 350 v roku 2011 v porovnaní s priemerom vo výške 2,03% v roku 2010, hoci obidve čísla sú veľmi nízke a pod úrovňou európskeho priemeru⁵. Takisto nedošlo ani k významnej zmene úrovne hlasov „proti“ v spoločnostiach, ktoré v roku 2011 pristúpili ku každoročným voľbám, či

3 '2011 Voting Results Report: Europe' (Správa o výsledkoch hlasovania za rok 2011: Európa); ISS; september 2011

4 Pokiaľ nie je uvedené inak, všetky údaje o voľbách členov správnej rady boli predložené zo strany PIRC v mene FRC, a sú založené na analýze hlasovania v spoločnostiach z Indexu FTSE 350 k októbru 2011.

5 Za prvých šesť mesiacov roka 2011 predstavovalo priemerné percento hlasov proti znovuzvoleniu členov správnej rady na 17 európskych trhoch výšku 2.8%. Zdroj: '2011 Voting Results Report: Europe' (Správa o výsledkoch hlasovania za rok 2011: Európa); ISS; september 2011

už porovnaní s ich predchádzajúcimi vzormi hlasovania alebo v porovnaní so spoločnosťami, ktoré nepodrobili všetkých členov správnej rady každoročnému hlasovaniu o znovuzvolení do funkcie.

Prieskum sa taktiež zameriaval na všetky prípady, kde bolo desať a viac percent hlasov „proti“ znovuzvoleniu jednotlivého člena správnej rady, a na výsledky, kde dostali členovia správnej rady viac ako desať percent hlasov „proti“ ohľadom iných uznesení v priebehu najmenej troch z posledných piatich rokov.

Existuje malé množstvo príkladov, kde sa počet hlasov „proti“ jednotlivému členovi správnej rady, ktorý bol väčší ako zvyčajne, môže spájať s problémami pri správe a riadení spoločnosti alebo kde sa zdá, že sústavné obavy týkajúce sa problémov pri správe a riadení spoločnosti viedli k vyššiemu počtu hlasov „proti“ určitým členom správnej rady, napríklad vyšší počet hlasov proti členom výboru pre odmeňovanie v prípadoch, kde existovali dlhotrvajúce obavy ohľadom politiky odmeňovania. Zdá sa však, že v ostatných prípadoch neexistuje žiadna takáto korelácia a tento trend nie je možné rozpoznať.

Tak ako aj v minulosti, FRC povzbudzuje inštitucionálnych investorov k tomu, aby sa zúčastňovali valných zhromaždení ak majú konkrétne obavy. Berúc do úvahy praktické obmedzenia, účasť na vybraných valných zhromaždeniach môže byť významným a viditeľným vyjadrením výkonu správcovstva ako aj pridaním hodnoty samotnému valnému zhromaždeniu. FRC preto chváli úsilie niekoľkých inštitucionálnych investorov, ktorí sú pripravení zúčastňovať sa valných zhromaždení a povzbudzuje aj iných inštitucionálnych investorov, aby tak urobili.

FRC s obavami poukázala na to, že niektoré spoločnosti, ktoré boli znovu zapísané do obchodného registra v zahraničí, ale zostali kótované v Londýne, majú tendenciu presťahovať aj miesto konania svojich riadnych valných zhromaždení. Tento trend odrádza tak inštitucionálnych ako aj drobných britských investorov od účasti na valných zhromaždeniach a ich účasť sa stáva čoraz ťažšou ak neexistuje žiadne interaktívne diaľkové spojenie, pričom výsledkom takéhoto konania je, že riadne valné zhromaždenie podstatne stráca na svojom význame a hodnote.

Prekážky správcovstva

Podľa správy IMA boli najvýznamnejšími prekážkami správcovstva z pohľadu akcionárov (v zostupnom poradí): nedostatok zdrojov; obmedzený vplyv ako dôsledok veľkosti podielu; obavy z konania v zhode a z toho, že sa akcionári stanú osobami, ktoré majú prístup k dôverným informáciám spoločnosti (tzv. *insideri*); rozdielne názory medzi správcami portfólia a akcionármi; a nedostatok dopytu zo strany klientov.

Niektoré z vyššie uvedených prekážok sú dôsledkom modelu široko rozptýleného vlastníctva, ktorý sa uplatňuje v Spojenom kráľovstve. Správcovia aktív, ktorí sa zúčastnili prieskumu uskutočneného zo strany IMA, mali len v samotných britských spoločnostiach v priemere 450 majetkových podielov, pričom majitelia aktív ich mali v priemere len o niečo menej⁶. Tendencia niektorých dlhodobých investorov znižovať počet svojich majetkových podielov a/alebo rozložiť svoje majetkové podiely do zahraničných spoločností je taktiež dôležitým faktorom. Správa Nadácie pre prieskum a vzdelávanie ohľadom správy a riadenia spoločností (*The Foundation for Governance Research and Education*)⁷ zdôraznila vplyv zmien praxe správy investícií, zatiaľ čo diskusie so signatármi poukázali na obavy týkajúce sa nestálosti (tzv. *volatility*) pri alokovaní investícií aktív do iných zdrojov ako sú akciové zdroje.

V prípadoch, kde správcovia aktív už viac nie sú väčšinovými akcionármi, je pre nich čoraz ťažšie odôvodniť použitie zdrojov alebo sa uistiť, že ich názory budú brané do úvahy rovnako seriózne. Dôkazy tohto trendu sú dosiaľ nepodložené, ale predstavujú pre efektívny výkon správcovstva, ktoré si vyžaduje dozor, výzvu.

Pokiaľ majú inštitucionálni investori pocit, že sa oslabuje ich individuálny vplyv, vtedy sa zvýrazní dôležitosť kolektívneho zapojenia. Inštitúcie preto potrebujú nájsť spôsob, ako pracovať spoločne viac strategicky a proaktívne. Z toho vyplýva pokračujúce úsilie v mene zastupiteľských orgánov, a menej formálnych zoskupení, ako je napr. Fórum správy

6 'Adherence to the FRC's Stewardship Code' (Dodržiavanie Kódexu správcovstva Rady pre finančný reporting); Investment Management Association (Asociácia pre správu investícií); máj 2011

7 'An Investigation into Stewardship: Engagement between Investors and Public Companies: Impediments and their Resolution' (Výšetovanie správcovstva: Angažovanosť medzi investormi a verejnými spoločnosťami: Prekážky a ich riešenie); Foundation for Governance Research and Education (Nadácia pre prieskum a vzdelávanie ohľadom správy a riadenia spoločností; 2011

a riadenia spoločností (*The Corporate Governance Forum*).

Takisto je potrebná ďalšia podpora zapojenia zahraničných investorov. V nasledujúcom roku bude FRC zo svojej strany pokračovať v úsilí podporovať koncept správcovstva v medzinárodnom kontexte. Je posmeľujúce vidieť, ako sa kódexy a princípy správy a riadenia spoločností začínajú zavádzať do praxe na ostatných trhoch, vrátane nedávno zrevidovaného Singapurského kódexu správy a riadenia spoločností (*Singapore Code of Corporate Governance*), ktorý môže poskytnúť užitočný podnet jeho štátnym investičným fondom.

Pomohlo by, ak by sa našli spôsoby, ako zmierniť neutíchajúce obavy z konania v zhode. Hoci v tomto bode ponúkol tak Výbor pre reguláciu prevzatí a zlúčení (*The Takeover Panel*) ako aj Úrad pre reguláciu finančných služieb (*The Financial Services Authority*) inštitúciám odporúčacie vyhlásenia (tzv. *comfort statements*), mohlo sa v tejto súvislosti urobiť preukázateľne viac. Vo vzťahu k vyššie uvedenému by FRC podporila preskúmanie konceptu „konania v zhode“ na európskej úrovni, pričom by brala do úvahy riziko, že to môže viesť k užšej definícii aká existuje v súčasnosti.

V prípade, že sa takáto debata otvorí v priebehu roka 2012, bude sa od akcionárov vyžadovať, aby sa vyjadrili, čo presne potrebujú, aby takéto preskúmanie prinieslo a aby vypracovali silné argumenty proti tým, ktorí sú za obmedzený režim.

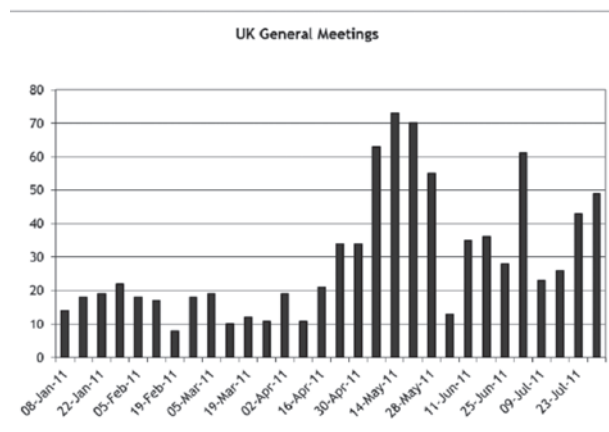
Vítaným krokom vpred je zjavne rastúca pripravenosť niektorých investorov byť *insidermi* určitý obmedzený čas. To môže zvýšiť kvalitu angažovanosti a v prípade, ak sa jedná o získavanie kapitálu, viesť k dohodám o znížení poplatkov. Pri určovaní tohto prístupu je dôležité, aby investori zabezpečili, aby tí pracovníci, z ktorých sa urobia *insideri*, mali oprávnenie hovoriť za inštitúciu ako celok.

Čo sa týka majiteľov aktív, jednou z prekážok, na ktoré často poukazujú penzijné fondy, sú súťažné priority. Angažovanosť do činnosti spoločnosti sa nevyhnutne vytráca z programu vtedy, keď sa fondy snažia vyplniť veľké deficit na nestabilných trhoch a zaneprázdnení členovia správnych rád fondov nie

sú vždy pripravení na to, aby im správcovia aktív podávali vysvetlenia. Na základe týchto skutočností FRC teší záujem o správcovstvo zo strany investičných konzultantov. Je dôležité mať na pamäti, že samotné penzijné fondy nepotrebujú byť nevyhnutne aktívne v angažovanosti a že táto úloha v mnohých prípadoch prirodzenejšie padá na plecia správcov aktív.

Kritickým bodom je poverenie mandátom a uvedomenie si, že rôzne role hrajú rôzni hráči v závislosti od toho, kde sa nachádzajú v investičnom reťazci. Zo spätnej väzby vyplynulo, že Kódex správcovstva nie je v tomto bode dostatočne jasný, a tento bod je jedným z problémov, ktorý chce FRC konzultovať v roku 2012.

Z konzultácií s vlastníkmi taktiež vyplynulo, že existuje určitý zmätok ohľadom toho, čo sa myslí pod pojmom „správcovstvo“ (tzv. *stewardship*), pričom niektorí z nich to považujú za rovnaké ako spoločensky zodpovedné investovanie. FRC je presvedčená, že v tomto bode by to bolo potrebné viac spresniť.



Zdroj: Valné zhromaždenia vo Veľkej Británii, Zdroj: Manifest – The Proxy Voting Agency

Keďže túto nevhodnú koncentráciu je nepochybne nutné riešiť, existujú malé vyhliadky na to, že sa podarí vyrovnať rozdiely v krátkodobom horizonte. Z tohto dôvodu má FRC za to, že spoločnosti a investori majú povinnosť zabezpečiť, aby dochádzalo ku kontinuálnej angažovanosti počas celého roka.

CECGA

Oceňovanie reálnej hodnoty v účtovnej závierke

Miroslav ŠKODA

Súčasný vývoj vo svetovom hospodárstve neustále naznačuje, že finančná, či ekonomická kríza zďaleka nie je minulosťou. Niektorí jednotlivci dokonca uvedený stav nazývajú krízou morálnych hodnôt. Je potrebné sa pozrieť späť na príčiny, ktoré uvedený stav spôsobili. Je možné, že by aj účtovníctvo, resp. oceňovanie v účtovníctve mohlo byť jedným zo spúšťačích mechanizmov situácie, v ktorom sa dnes nachádzame?

Oceňovanie majetku a záväzkov vo finančnom účtovníctve predstavuje nesmierne dynamický a možno skonštatovať, že aj základný problém vedenia účtovníctva. Je neodškriepiteľné, že na použitom spôsobe oceňovania závisí vypovedacia schopnosť účtovnej závierky a tým aj finančnej analýzy, ktorá predstavuje jeden z primárnych výstupov z nej smerom k jej používateľom. Nejde len o celkovú výšku vykázaného majetku a záväzkov, ale taktiež o výšku vykázaného výsledku hospodárenia, ktorý priamo závisí od toho, akým spôsobom boli jednotlivé prvky účtovnej závierky ocenené jednak v deň vzniku účtovného prípadu, ako aj od toho, či boli alebo neboli precenené ku dňu, ku ktorému sa účtovná závierka zostavuje. Pokiaľ by sa reálna hodnota stala primárnou oceňovacou základňou, do účtovných závierok by to vnieslo značnú mieru volatility a subjektívneho posudzovania skutočností. Problémom je, že trhová orientácia účtovných jednotiek na takýto spôsob oceňovania sa vyžaduje čoraz viac aj pre majetok nefinančnej povahy. Je to problém, ktorý sa z tohto pohľadu zdá byť neriešiteľný. Možno totiž argumentovať tým, že pokiaľ je časť položiek účtovnej závierky ocenená v pokračujúcich historických nákladoch a časť precenená na reálnu hodnotu, účtovnú závierku z pohľadu oceňovania možno považovať za nekonzistentnú. Samozrejme, možno argumentovať tým, že historický náklad je použitý všade tam, kde nie je možné objektívne zistiť výšku reálnej hodnoty avšak práve tu je otázne použitie či nepo-

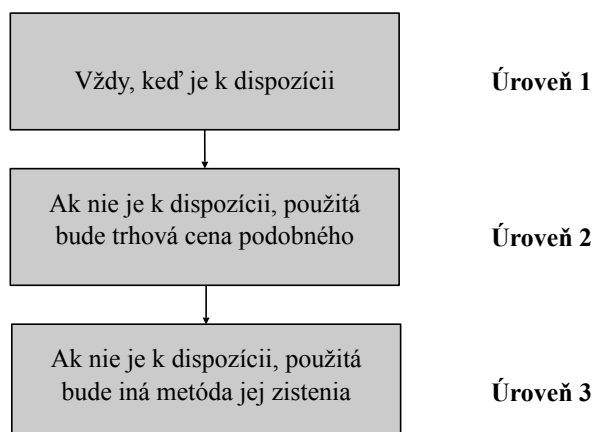
užitie už spomínanej hypotetickej reálnej hodnoty. Totiž zásadnou otázkou, ktorá sa v tejto súvislosti ponúka je to, či je hypotetická reálna hodnota dostatočne zrozumiteľná, spoľahlivá, relevantná a porovnateľná, aby sa dala používať na účely finančného výkazníctva. Ako jedno z riešení tohto problému sa javí legislatívne vymedzenie hranice medzi reálnou hodnotou, ktorá bude natoľko spoľahlivá, že sa bude môcť uvádzať v účtovných výkazoch a na druhej strane odhadmi alebo výstupmi z rôznych analýz, ktoré by mali patriť skôr do prílohy k účtovnej závierke. Zavedenie novej oceňovacej základne – reálnej hodnoty ako primárnej metódy oceňovania a jej definitívna implementácia do európskej legislatívy na nadnárodnej, i národných úrovniach predstavuje neľahkú úlohu a veľkú výzvu, aj napriek už existujúcemu rozsiahlemu právnemu základu v tejto oblasti.

Vzhľadom na polemiku týkajúcu sa využívania reálnej hodnoty ako jednej z oceňovacích základní pri precenení majetku a záväzkov ku dňu, ku ktorému sa zostavuje účtovná závierka ako aj pri jej použití v špeciálnych prípadoch, keď dochádza k prvotnému oceneniu majetku, je namieste otázka, či by nebolo najjednoduchšie používať reálnu hodnotu ako primárnu metódu oceňovania plošne pre všetky prvky účtovnej závierky. Možno totiž objektívne argumentovať tým, že kombinácia pokračujúcich historických cien s novým ocenením robí účtovnú závierku z hľadiska rozdielných oceňovacích postupov ku dňu, ku ktorému sa zostavuje účtovná závierka nekonzistentnou.

V prípade, že by sa tak stalo, boli by účtovné jednotky nútené vo väčšom meradle uvádzať svoj majetok a zdroje krytia v účtovnej závierke v reálnej hodnote. Reálna hodnota je totiž v podstate trhovou cenou, pretože je to čiastka, za ktorú by sa mohol v transakciách medzi znalými a ochotnými stranami za obvyklých podmienok vymeniť majetok alebo

vyrovnať záväzok. Toto poňatie sa odráža i v nasledovnej schéme:

Obr.: Použitie reálnej hodnoty ako primárnej metódy oceňovania v účtovnej závierke



Zdroj: Ernst & Young: Global Eye on IFRS, 2006.

Na základe tohto rebríčka je zrejmé, že **trhovú cenu je primárnym zdrojom pre určenie reálnej hodnoty**. Účtovná jednotka na ocenenie majetku alebo záväzku použije cenu rovnakého majetku alebo záväzku nachádzajúceho sa na aktívnom trhu. Pokiaľ nie je možné zistiť trhovú cenu konkrétneho majetku alebo záväzku, účtovná jednotka by mala zistiť, či existuje podobný majetok alebo záväzok, pri ktorom je možné trhovú cenu určiť a túto trhovú cenu následne použiť na ocenenie daného majetku alebo záväzku.

Situácia je ale omnoho zložitejšia, pretože údaje z prvej a druhej úrovne nie sú pre mnoho položiek majetku a záväzkov, ktoré by ku dňu, ku ktorému sa zostavuje účtovná závierka mohli byť ocenené reálnou hodnotou, vôbec k dispozícii (Ernst & Young, 2006, s. 133). Východiskom z tejto situácie je skutočnosť, že účtovná jednotka len odhaduje, aká by bola trhovú cena jednotlivých položiek majetku a záväzkov, keby existoval trh, kde by sa s nimi obchodovalo.

Hypotetická reálna hodnota

Zásadnou otázkou, ktorá sa v tejto súvislosti ponúka je, či je hypotetická reálna hodnota z tretej úrovne zrozumiteľná, spoľahlivá, relevantná a porovnateľná natoľko, aby sa dala používať na účely finančného výkazníctva. Je totiž zrejmé, že hlavným cieľom finančného výkazníctva je poskytovať používateľom účtovných závierok relevantné, spoľahlivé a zrozumiteľné informácie, na základe ktorých budú môcť vykonať racionálne ekonomické rozhodnutia. Používatelia účtovných závierok potrebujú účtovné závierky

s prediktívnou hodnotou, čo znamená, že účtovné závierky by mali obsahovať fakty, ktoré budú slúžiť ako dobrý základ pre predikciu. **Účtovné závierky, ktoré sú samé predikciou, z hľadiska poskytnutia relevantných informácií totiž strácajú zmysel.** Toto je hlavný dôvod, prečo mnohí účtovní experti majú obavy z reálnej hodnoty spadajúcej do tretej úrovne vyššie uvedeného rebríčka. Reálna hodnota z tretej úrovne určená s použitím matematického modelu opierajúceho sa o predikcie manažmentu účtovnej jednotky nie je reálnou hodnotou v tom zmysle, v akom sa poníma všeobecne. Jej používanie vzbudzuje celý rad pochybností o spoľahlivosti a zrozumiteľnosti zverejňovaných informácií.

To, ako presadzovať metódu oceňovania majetku a zdrojov krytia založenú na hypotetickej reálnej hodnote vypočítanej pomocou matematických modelov a súčasne zaistiť, aby finančné výkazníctvo umožňovalo investorom kompetentne posúdiť výsledky dosiahnuté manažmentom, ako aj schopnosť prijímať správne investičné rozhodnutia na základe týchto informácií, predstavuje zásadný problém. Návrat k starým istotám účtovania v historických cenách by bolo nepochybne krokom späť a dôsledky tohto kroku by v súčasnom vývoji trhového hospodárstva a vývoja cien komodít na trhu nebolo možné odhadnúť. Mala by byť však jasne a zreteľne vymedzená hranica medzi reálnou hodnotou, ktorá je natoľko spoľahlivá, že ju je možné priamo vykázať v účtovných výkazoch a doplnkovou informáciou o reálnej hodnote, ktorá sa uvedie v poznámkach k účtovnej závierke, napr. vo forme rozpätia, v ktorom sa reálna hodnota danej položky pohybuje alebo vo forme analýzy citlivosti. Plošné použitie reálnej hodnoty ako primárnej metódy oceňovania v účtovnej závierke totiž stojí a zlyháva na miere jej spoľahlivosti.

Na druhej strane tým, že je reálnu hodnotu možné v účtovnej závierke použiť, sa preceňovaním majetku a záväzkov do účtovných závierok vnáša volatilita. Používatelia účtovných závierok totiž nie sú schopní rozlišovať medzi objektívnymi a subjektívnymi údajmi, medzi skutočne realizovanými ziskami a stratami, ziskami a stratami vychádzajúcimi zo skutočných trhových cien a ziskami a stratami odhadovanými na základe hypotetických kalkulácií. Na základe tejto skutočnosti je preto potrebné rozlišovať v podstate rôzne reálne hodnoty, čo by malo byť zárukou, že tieto informácie a údaje o súvisiacich ziskoch a stratách nezatemnia investorom skutočnú ekonomickú realitu.

Globalizácia v oblasti oceňovania

To, prečo sa reálna hodnota ako primárna metóda oceňovania nepoužíva bez rozdielu pre všetky položky účtovnej závierky aj v našich podmienkach, bolo už naznačené na inom mieste. Jedným z dôvodov, prečo sa takto nepostupuje, je aj **deficit historicky vyplývajúci z prerušenia kontinuity trhovej ekonomiky v priestore strednej Európy** ako aj fakt, že **základy obchodného práva v rámci kontinentálnej Európy a anglosaských krajín sú rozdielne**.

Rozdielne ponímanie tejto skutočnosti vytvára neustále tlak na globálne zjednotenie predpisov v oblasti účtovníctva. Stanovený cieľ je jednoznačný, dosiahnuť porovnateľnosť údajov z účtovných závierok, bez ohľadu na sídlo podniku zostavujúceho danú účtovnú závierku a miesto jej zostavenia. Napriek pozitívnym vplyvom v tejto oblasti vznikajú pri aplikácii týchto skutočností mnohé otázky a zdanlivo neriešiteľné problémy.

V slovenskom účtovníctve má dlhú tradíciu účtovanie v historických obstarávacích cenách. Z pohľadu používateľov účtovných závierok to má však jednu významnú nevýhodu - nie vždy umožňuje verne a pravdovo zobraziť finančnú situáciu a následne aj ekonomické výsledky účtovnej jednotky. Príkladov, na ktorých je možné túto nevýhodu zobraziť, je niekoľko - od nehnuteľností, cez biologický majetok, až po kótované cenné papiere, ktorých hodnota sa môže päť dní v týždni doslova meniť z minúty na minútu. Naša účtovná legislatíva sa v definícii reálnej hodnoty podľa IAS/IFRS líši. Slovenská legislatíva totiž popisuje iba tri spôsoby určenia reálnej hodnoty (trhovú cenu, kvalifikovaný odhad, posudok znalca), nehovoriac o tom, že reálna hodnota ako jedna z oceňovacích základní na ocenenie majetku a záväzkov nadobudnutých vkladom alebo kúpou podniku, prípadne jeho časti sa v našej legislatíve uvádza až počnúc rokom 2003.

Je zrejmé, že preceňovanie, či nepreceňovanie vybraných položiek majetku a záväzkov na reálnu hodnotu, prípadne jej paušálne uplatňovanie pre všetky položky účtovnej závierky bez ohľadu na prostredie, v ktorom sa účtovníctvo vykonáva, ostane ešte dlho predmetom diskusií. Kľúčovou otázkou ocenenia jednotlivých prvkov účtovnej závierky v reálnej hodnote je totiž miera jej spoľahlivosti, ako aj existencia aktívneho trhu pre predmetný majetok, pri ktorom sa precenenie vykonáva. Taktiež je možné polemizovať o účtovnom vysporiadaní rozdielov z precenenia v závislosti od pohľadu na majetok ako na niečo, čo na jednej strane zabezpečuje majetkovú podstatu podniku,

ale na druhej strane je bez ohľadu na svoj časový charakter výsledkom peňažných transakcií.

Dôvodom nepoužitia metódy nového ocenenia môže byť taktiež nedostatočné pochopenie európskej legislatívy a taktiež problémy spojené so stanovením a odhadom reálnej hodnoty majetku. Na druhej strane existujú aj účtovné jednotky, ktoré sa domnievajú, že majetok vykázaný v účtovnej závierke sa jednoznačne preceňovať nemá a o tejto možnosti ani neuvažujú. Ďalším dôvodom je už spomínaný fakt, že rozdiel z precenenia sa zachytí výsledkovo neutrálne, zatiaľ čo odpisy sa počítajú zo zvýšenej ceny a účtujú sa do nákladov, čo má vplyv na vykázanie nižšieho výsledku hospodárenia, ako keby k preceneniu nedošlo.

Alternatívny pohľad na použitie reálnej hodnoty

Nesmierne zaujímavý pohľad na uvedenú problematiku prináša štúdia profesora Sotta, ktorý je profesorom ekonómie na Univerzite kráľa Juana Carlosa v Madride. Vo svojej práci uvádza, že roky „neracionálnej hojnosti“, ktoré charakterizovali súčasný ekonomický cyklus, kulminovali v hlboké kríze v bankovom systéme aj na finančných trhoch, čiže v kríze, ktorá hrozí vypuknutím náhlej globálnej ekonomickej recesie. Ústrednou črtou súčasného obdobia umelej expanzie bol postupný rozklad tradičných princípov účtovníctva, ktoré boli po stáročia zaužívané tak na americkom kontinente, ako aj v Európe. Konkrétne, prijatie IAS/IFRS a ich včleňovanie do právnych poriadkov v rôznych krajinách znamenalo opustenie tradičných princípov obozretnosti a ich nahradenie princípom reálnej hodnoty v oceňovaní hodnoty majetku v bilanciách, najmä finančného charakteru. Pri tomto opustení tradičných princípov obozretnosti zohrala vplyvnú úlohu skupina burzových maklérov, analytikov, investičných bánk a všeobecne všetkých, ktorí mali záujem na nadhodnotení účtovných hodnôt, s cieľom ich priblíženia k predpokladaným „objektívnejším“ trhovým cenám, ktoré v minulosti, v čase ekonomického procesu finančnej eufórie neustále rástli. Počas „špekulatívnej bubliny“ tento proces charakterizovala špirála, keď rastúce hodnoty na akciových trhoch sa ihneď zaznamenávali do účtovných kníh a následne boli takéto účtovné záznamy považované za dôvody na ďalší umelý nárast cien majetku obchodovaných na akciových trhoch.

V týchto divokých pretekoch s cieľom opustiť tradičné účtovné princípy a nahradiť ich inými, ktoré sú „v súlade s trendmi“, sa bežne hodnotili spoločnosti na základe nekonvenčných hypotéz a čisto subjektív-

ných kritérií, ktoré v nových štandardoch nahradili jediné skutočne objektívne meradlo, a to historické náklady. Kolaps finančných trhov a rozšírená strata dôvery ekonomických subjektov v komerčné banky a ich účtovné praktiky odhalili vážnu chybu obsiahnutú v podriadení sa IAS/IFRS a jej zrieknutí sa tradičných účtovných princípov, založených na obozretnosti: chybu v podriadení sa zlozvykom „kreatívneho“ účtovníctva reálnej hodnoty. V tomto kontexte je potrebné posudzovať nedávne opatrenia v USA a v Európskej únii, zamerané na „zjemnenie“ vplyvu účtovníctva reálnej hodnoty na finančné inštitúcie. Toto je podľa autora krok správnym smerom, no je to málo a je uskutočnený z nesprávneho dôvodu. Skutočne tí, ktorí sú zodpovední za riadenie finančných inštitúcií, sa pokúšajú „zatvoriť dvere do stodoly, keď sa kôň snaží utiecť“, to znamená, keď dramatický pád hodnoty „toxických“ alebo „nelikvidných“ aktív ohrozuje solventnosť ich inštitúcií. Napriek tomu títo ľudia boli očarení novými IAS/IFRS v minulých rokoch „iracionálnej hojnosti“, keď ich súvahy zdobili rastúce a nadmerné hodnoty na akciových a finančných trhoch spolu s neuveriteľnými číslami korešpondujúcimi s ich vlastným ziskom a čistým majetkom. Tieto čísla ich však na revanš podnecovali a hnali k riskantným operáciám, prakticky bez zvažovania možných ohrození. Z tohto dôvodu vidieť, že nové pravidlá pôsobia procyklicky zvyšovaním volatility a zavádzajú obchodný manažment. V časoch prosperity vytvárajú klamlivý „efekt bohatstva“, ktorý nabáda ľudí k preberaniu neprimeraného rizika, a keď na svetlo vyjdú chyby, strata na hodnote majetku ihneď zníži zisk spoločností, ktoré sú povinné predať svoj majetok a pokúsiť sa rekapitalizovať v tom najhoršom momente. - v čase, keď má majetok najnižšie hodnoty a finančné trhy sú „vyschnuté“. Účtovné princípy IAS/IFRS sa podľa autora ukázali také rušivé, že sa musí od nich upustiť čo možno najskôr, a všetky doteraz vykonané účtovné reformy sa musia zvrátiť. Nie je to len preto, že tieto reformy znamenajú slepú ulicu v čase finančnej krízy a ekonomickej recesie, ale najmä preto, že je životne dôležité, aby sa v časoch prosperity pridržalo princípu opatrnosti pri oceňovaní – princípu, ktorý formoval všetky účtovné systémy od dôb Lucu Pacioliho zo začiatku 15. storočia až po adoptovanie falošného idolu v podobe IAS/IFRS. V skratke povedané, najväčšou chybou účtovnej reformy, ktorá bola nedávno celosvetovo etablovaná, je, že ruší storočia účtovnej skúsenosti a obchodného manažmentu tým, že nahrádza princíp obozretnosti ako najvyššie postavený zo všetkých tradičných účtovných princípov princí-

pom „reálnej hodnoty“, ktorý je v podstate len zavedením volatilnej, trhovej hodnoty pre celý súbor majetku, najmä finančného charakteru.

Porušiť tradičný princíp obozretnosti a vyžadovať, aby účtovné položky reflektovali trhovú hodnotu, vyvoláva – v závislosti od podmienok ekonomického cyklu – nadhodnocovanie účtovných hodnôt s nerealizovanými prebytkami, ktoré sa v mnohých prípadoch ani nezrealizujú. Umelý „efekt bohatstva“, ktorý to môže vytvoriť najmä vo fáze boomu každého ekonomického cyklu, vedie k alokácii papierových (alebo iba dočasných) ziskov, prijímaniu neprimeraného rizika a jednoducho k podporovaniu systematických podnikateľských chýb a k plytvaniu národného kapitálu na úkor zdravej produktívnej kapitálovej štruktúry a jej kapacít pre dlhodobý ekonomický rast. Po druhé, je potrebné klásť dôraz na to, že zmysel účtovníctva nie je odzrkadľovať predpokladané (hypotetické) „reálne“ hodnoty (ktoré sú subjektívne a ktoré sú určované denne na príslušných trhoch) pod zámienkou dodržania „účtovnej transparentnosti“. Zmyslom účtovníctva je umožniť obozretný manažment každej spoločnosti a zamedziť spotrebe kapitálu použitím prísnych pravidiel konzervatívneho účtovníctva (založeného na princípe opatrnosti a ocenenia na základe nižšej z hodnôt historických nákladov alebo reálnej hodnoty) - pravidiel, ktoré za každých okolností zabezpečia, že rozdeliteľné zisky pochádzajú z reálnych prebytkov, ktoré možno distribuovať bez toho, aby bola akokoľvek ohrozená budúca životaschopnosť a kapitalizácia spoločnosti.

Po tretie, je potrebné mať na mysli, že reálna hodnota nie je objektívnou hodnotou: na trhu nie sú rovnovážne ceny, ktoré dokáže tretia strana objektívne stanoviť. Reálne hodnoty vznikajú zo subjektívnych hodnotení a prudko kolísajú. Preto ich použitie v účtovníctve vylučuje mnoho zo zrozumiteľnosti, z určitosti a informatívnosti, ktoré obsahovali súvahy v minulosti. Dnes sa účtovné výkazy stali pre ekonomické subjekty väčšinou nezrozumiteľnými a nepoužiteľnými. Okrem toho volatilita, ktorá je súčasťou reálnych hodnôt, zbavuje účtovníctvo založené na „nových princípoch“ potenciálu byť návodom pri rozhodovaní manažérov spoločností a systematicky ich vedie k závažným chybným rozhodnutiam v riadení. Navyše, ak je súčasná situácia ťaživá pre finančné inštitúcie, o to viac je závažnejšia pre malé a stredné podniky, ktoré tvoria až 90 percent priemyselnej sféry.

V súčasnosti zrušené účtovné pravidlá ustanovovali, že v poznámkach účtovnej závierky musia byť akcionári informovaní o trhovej hodnote význam-

ných zložiek majetku za vykazované obdobie. Toto však žiadnym spôsobom neovplyvnilo stabilitu ani tradičný princíp opatrnosti vyžadovaný ktorýmkoľvek účtovným ocenením položiek bilancie. Zrušené účtovné štandardy boli okrem toho obozretné a proticyklické a umožňovali tvorbu rezerv na krytie rôznych druhov výnimočných situácií, rezerv, ktoré teraz, žiaľ, chýbajú.

Rovnako ako je „vojna príliš závažná, aby bola ponechaná iba generálom“, účtovníctvo je príliš dôležité pre ekonomiku a financie na to, aby bolo ponechané na expertov, nech sú to vizionárski profesori, audítori snažiaci sa o posilnenie svojich pozícií, analytici, (ex)investiční bankári či početné medzinárodné komisie. Všetci boli arogantní v obrane svojej falošnej vedy rovnako, ako boli ignorantskí k svojej úlohe čoby obyčajní čarodejnícki učni, hrajúci sa s ohňom, ktorý bol na pokraji vyvolania najťažšej finančnej krízy, ktorá postihla svet od roku 1929.

Záver

Prezentovaný názor predstavuje veľmi kritický pohľad na používanie, prípadné zavedenie IAS/IFRS ako právnej úpravy účtovníctva v krajinách, ktoré štandardy už používajú, ako aj v prístupujúcich krajinách. V každom prípade možno konštatovať, že aplikácia IAS/IFRS v súčasnosti čiastočne upúšťa od dodržiavania zásady opatrnosti v účtovníctve. Uplatňovanie takéhoto prístupu môže byť jednou stranou zainteresovaných vnímané ako pozitívny krok vpred, inou stranou ako sporné. Vo všeobecnosti možno uvedené zhrnúť tak, že používanie, či nepoužívanie IAS/IFRS v nadväznosti na diskutované problémy oceňovania závisia predovšetkým od konkrétnych informačných potrieb používateľov účtovnej závierky a od miery ich naplnenia či neaplnenia, pokiaľ sa do úvahy neberie príslušnosť k anglosaskému či kontinentálnemu účtovnému modelu, ako jednému z kľúčových faktorov aplikovania či neaplikovania IAS/IFRS v príslušnej oblasti. Pri tomto uhle pohľadu sa potom problematika oceňovania nejaví ako kľúčová.

Zoznam literatúry

- [1] EPSTEIN, B.J. – MIRZA, A.A. 2003. Interpretation and Application of International Accounting Standards. Ontario, Canada: WILEY, 2003. ISBN 0-471-22736-6
- [2] EPSTEIN, B.J. – JERMANKOWICZ, E.K. 2008. Interpretation and Application of International Accounting Standards. Ontario, Canada: WILEY, 2008. ISBN 978-0470-13516-7
- [3] ERNST & YOUNG. 2006. Global eye on IFRS. Dostupné na www.ey.com
- [4] FARKAŠ, R. 2006. Účtovná závierka obchodných spoločností v Slovenskej republike. Bratislava: KPMG, 2006. ISBN 80-8078-119-2
- [5] KRIŠTOFÍK, P. – SAXUNOVÁ, D. – ŠURANOVÁ, Z. 2004. Finančné účtovníctvo a riadenie s aplikáciou IAS/IFRS, I. diel. Banská Bystrica: FF UMB, 2004. ISBN 80-8083-021-5
- [6] KRIŠTOFÍK, P. – SAXUNOVÁ, D. – ŠURANOVÁ, Z. 2009. Finančné účtovníctvo a riadenie s aplikáciou IAS/IFRS. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-230-6
- [7] MAŘÍK, M. 2003. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2
- [8] Medzinárodné účtovné štandardy. 2000. Londýn, IASC – Košice: HZ, 2000. ISBN 80-88715-89-X
- [9] MLÁDEK, R. 2002. Světové účetnictví. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-7201-349-1.
- [10] ŠKODA, M. 2005. Oceňovanie výkonov pre účely finančného účtovníctva. In: Mladá veda 2005. Nitra: Fakulta ekonomiky a manažmentu SPU, 2005. ISBN 80-8069-673-X
- [11] ŠKODA, M. 2006. Zásada opatrnosti v účtovníctve. In: Európske financie – teória, politika a prax. Banská Bystrica: EF UMB, 2006. ISBN 80-8083-335-4
- [12] ŠKODA, M. 2006. Problematika oceňovania vlastných výkonov podľa slovenských postupov účtovania v porovnaní s IAS/IFRS. In: Vplyv konvergenčných procesov na ekonomiku a životný štýl nových členských krajín Európskej únie. Banská Bystrica, EF UMB, 2006. ISBN 80-8083-270-6
- [13] ŠURANOVÁ, Z. – ŠKODA, M. 2007. Medzinárodné účtovníctvo. Banská Bystrica: EF UMB, 2007. ISBN 978-80-8083-438-8
- [14] TUMPACH, M. 2006. Medzinárodné štandardy na zostavenie účtovnej závierky IAS/IFRS. Bratislava: Iura Edition, 2006. ISBN 80-8078-072-2
- [15] WARREN, C.S. – FESS, P.E. – REEVE, J.M. 1996. Accounting. Cincinnati, Ohio, USA: South-Western Publishing, 1996. ISBN 0-538-83644-X

*Autorom článku je Doc. PhDr. Miroslav ŠKODA, PhD.
z Katedry financií a účtovníctva Ekonomickej fakulty
UMB v Banskej Bystrici*

Zavedenie bankovej dane¹

Anna SCHULTZOVÁ

Ozdravenie svetového hospodárstva vyžaduje množstvo finančných prostriedkov a najmä prehodnotenie postupov štátov, ktoré by mali zohľadniť konkrétne opatrenia smerujúce proti opakovaniu sa globálnej krízy so všetkými jej dôsledkami. Štáty uvažujú o budovaní novej architektúry medzinárodného finančného systému ako aj o zavedení akejkoľvek „poistky“ – zdanenie bánk, ktorú by štát, resp. bankový sektor v prípade potreby mohol využiť.

Svetová hospodárska kríza vo väčšej či v menšej miere dopadla na všetky ekonomiky sveta. Finančné injekcie do svetového hospodárstva – na pomoc finančnému systému predstavovali obrovské sumy. Priemerná podpora poskytnutá finančnému sektoru v štátoch G20² predstavovala v roku 2009 cca 30 % HDP (najmä kapitálové injekcie, záruky, pôžičky a nákup aktív, ďalšie podpory zo strany centrálnej banky).³ Na podpore bankového sektora (vynaložených nákladoch) sa podieľali aj subjekty, ktoré krízu nezavinili. Ťažko možno akceptovať skutočnosť, že zisky bankového sektora sú vyberané len niektorými subjektmi, ale na nákladoch z jeho zlyhania sa podieľajú všetci.⁴

Nejednotný postoj štátov G20 ako aj EÚ k zdaňovaniu bankového sektora

Niektoré štáty G20 majú odmietavý postoj k zavedeniu bankovej dane (najmä Kanada, Brazília a Austrália). Argumentujú najmä tým, že ich banky realizujú zodpovednú finančnú politiku, sú dobre zregulované a dostatočne zdanené – preto nie je, podľa ich názoru, dôvod na zdanenie bánk v takej podobe ako ho navrhuje, resp. realizuje Nemecko alebo Francúzsko.

Európska únia ako celok navyše presadzuje zavede-

nie globálnej dane z finančných transakcií (transakčná daň). Ani tu však neexistuje konsenzus štátov pokiaľ ide o spôsob zdanenia finančného sektora. Mnohé štáty EÚ sú toho názoru, že „nová daň“⁵ môže pomôcť zabezpečiť to, aby finančný sektor spravodlivejšie a výraznejšie prispieval do verejného rozpočtu, poskytoval dodatočné zdroje príjmov, a tak pomohol vytvoriť stabilnejší a efektívnejší finančný sektor⁶. Uvedomujú si skutočnosť, že zavedenie tejto „osobitnej dane“ predstavuje opatrenie ex ante – malo by napomáhať riešeniu budúcich situácií. Nemôžno preto hovoriť o opatrení ex post – nejde o vyrovnanie rôznych kompenzačných platieb alebo poplatkov za vládne záruky, ktorými by banky splácali finančnú pomoc poskytnutú formou stabilizačných programov vlád jednotlivých štátov. Agenda zavedenia transakčnej dane bude na podnet najmä SRN a Francúzska opäť otvorená na summite štátov G20, ktorý sa bude konať v dňoch 26. – 27. júna 2012.

Daň z finančných aktivít verzus globálna daň z finančných transakcií

Zdanenie finančného sektora presadzuje EÚ a zdôvodňuje Európska komisia nielen tým, že finančný sektor bol hlavnou príčinou finančnej a následne hospodárskej krízy, ale aj preto, že zdanenie bankového sektora by mohlo doplniť základné regulačné opatrenia vytvorené na zvýšenie efektívnosti finančných trhov a na zníženie ich volatility. Do úvahy treba brať tiež skutočnosť, že finančný sektor – vybrané finančné služby sú v EÚ oslobodené od dane z pridanej hodnoty. Zavedenie dane pre finančný sektor by pôsobilo na vyššiu spravodlivosť zdanenia.⁷

V rámci EÚ sa najskôr uvažovalo o zdanení **finančných aktivít (FAT)**. Uvedenú daň by platili iba príslušné subjekty finančného sektora. Išlo by o akúsi sektorovú daň, ktorá by zdaňovala všetky zisky, resp. odmeny subjektu. Táto daň by mohla byť navrhnutá aj tak, aby bola vyrube-

1 Príspevok/výstup vznikol v rámci riešeného projektu OPVaV s názvom Vytvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. Storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku/Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ.

2 Skupina štátov G20 združuje najvýznamnejšie a rýchlo sa rozvíjajúce ekonomiky sveta. Členmi G20 sú: Argentína, Austrália, Brazília, Čína, India, Indonézia, Japonsko, JAR, Južná Kórea, Kanada, Mexiko, Rusko, Saudská Arábia, Turecko, USA, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Veľká Británia, EÚ.

3 Steinbrück, P.: The case for a global financial – transaction tax. Internetový zdroj: <http://www.project-syndicate.org>. – online.

4 Gordon Brown – stretnutie ministrov financií G20 – november 2009.

5 Okrem možnosti zdanenia bán existujú v bankovom sektore aj iné opatrenia zamerané na predchádzanie finančným krízam. Môžu byť zamerané na zlepšenie regulačných režimov (reforma dohľadu nad finančným trhom), na zvýšenie transparentnosti pri obchodovaní s finančnými derivátmi, úpravu požiadavky kapitálovej primeranosti bánk, na prijatie opatrení zameraných na riešenie problémov súvisiacich s riadením rizík bánk a pod.

6 <http://europa.eu/rapid>

7 <http://europa.eu/rapid>

ná na hospodársky zisk subjektu. FAT možno uplatniť len na určité územie (napríklad EÚ) a nemusí byť uplatnená celosvetovo.

Daň z finančných transakcií (FTT) by zaťažila transakcie akcií a dlhopisov. Postihovala by všetky subjekty podieľajúce sa na finančných transakciách bez ohľadu na to v akom ekonomickom sektore pôsobia. Práve uvedený prístup zdanenia presadzuje EÚ primárne.⁸

Zámerom EÚ je aj prehodnotenie uplatňovaného systému poplatkov, ktoré finančné inštitúcie uplatňujú.

S návrhom zdanenia transakcií s cennými papiermi prišiel už J. M. Keynes v roku 1936. Jeho zámerom bolo obmedzenie objemu destabilizujúcich špekulácií s akciami a upevnenie dlhodobých základov cien akcií.⁹

„Novodobejší“ koncept dane z finančných transakcií vychádza z princípu Tobinovej dane¹⁰ na obchody na medzinárodných devízových trhoch. Tobinova daň sa vzťahuje na medzinárodné menové transakcie. Predpokladá sa, že výška daňovej sadzby by bola stanovená na veľmi nízkej percentuálnej úrovni. Táto daň je zameraná na udržanie stability tým, že znevýhodňuje krátkodobé špekulatívne menové obchody, pri ktorých ide o presun veľkých čiastok kvôli minimálnym cenovým rozdielom¹¹. Dochádza k tomu, že táto daň brzdí krátkodobé špekulácie bez toho, aby mala výrazný negatívny účinok na dlhodobé investičné rozhodnutia. Predpokladá sa, že výnosnosť Tobinovej dane by bola veľmi vysoká, a to aj napriek nízkej daňovej sadzbe pri rozsiahlom daňovom základe, ktorý by zahrnoval veľký objem finančných transakcií.

Je potrebné poznamenať, že Tobinov pôvodný návrh dane mal obmedziť kolísanie menových kurzov a pokrýval iba devízové obchody (nie úvery alebo obchody v domácej mene), nebol zameraný na výber peňazí pre špecifické účely.¹²

Snahy o zavedenie Tobinovej dane v určitej modifikovanej podobe sa znovu objavili v súvislosti s vypuknutím finančnej a hospodárskej krízy – ide o už uvedenú daň z finančných transakcií. V súčasnosti je jej aplikácia na zmenené podmienky predmetom značnej kritiky, najmä zo strany finančného sektora. Zdôrazňuje, že na túto daň nemožno pozeráť ako na všeliak, ktorý by mal riešiť problémy finančného sektora a následne verejných financií štátu. Vyskytujú sa názory, že európske ani iné štáty by táto daň

neochránila pred nákazou toxických hypotekárnych aktív vyvázaných z USA a neodradila by vlády odhodlané presadzovať neudržateľné menové a fiškálne politiky financovaním externých pôžičiek¹³. Možno však z nej vychádzať pri hľadaní účinných nástrojov regulácie finančného sektora.

Analýza rakúskeho Inštitútu pre ekonomický výskum, ktorá pre rakúsku vládu skúmala možné dopady zavedenia FTT uvádza, že ak by globálna FTT bola vo výške 0,05 % mohla by priniesť až 690 miliárd dolárov ročne alebo zhruba sumu, ktorá by predstavovala 1,4 % svetového HDP. Daň pri uvedenej daňovej sadzbe by účastníkov finančného trhu neúmerne nezaťažila a pritom by priniesla značnú čiastku na financovanie krízy.¹⁴

Úskalia Tobinovej dane - výber

Zavedenie dane z finančných transakcií predpokladá riešenie mnohých otvorených otázok, na ktoré doteraz nikto nedal spoľahlivú odpoveď. Možno uviesť niektoré z nich.

- Ak má daň z finančných transakcií potlačiť špekulácie na devízových trhoch, musela by platiť celosvetovo – zatiaľ je to vzhľadom na postoj niektorých štátov G20 k zavedeniu tejto dane, problém. Je tu však riziko, že aj keby na platenie tejto dane pristúpili ekonomicky najvyspelejšie štáty sveta¹⁵, budú existovať daňové raje alebo nadnárodné bankové domy, ktoré môžu s transakciami obchodovať a vyhýbať sa tak plateniu dane z finančných transakcií.¹⁶ Ak by sa táto daň zaviedla len v niektorých štátoch, mohlo by dôjsť k zníženiu ich konkurencieschopnosti a ku snahe obísť daň z finančných transakcií.
- Ak má daň z finančných transakcií za cieľ redukovat krátkodobé špekulatívne obchody, potom vyššie daňové zaťaženie by znášali tie finančné nástroje, s ktorými sa často obchoduje (svetové devízové obchody sú väčšinou špekulatívnej povahy). Daň z finančných transakcií so širokým základom by mohla pomôcť stabilizovať finančné trhy obmedzením krátkodobého špekulatívneho obchodovania, ktoré by dosiahla „penalizáciou“ neželateľných transakcií na finančných trhoch, najmä vysokofrekvenčného obchodovania.¹⁷ Dlhodobé operá-

13 <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrick35> - online.

14 Steinbrück, P.: The case for a global financial transaction tax, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/steinbruck1> - online.

15 Objem obchodovania na burzách štátov skupiny G20 a EÚ predstavuje cca 97 % celkových globálnych obchodov s akciami obchodovanými na burzách a cca 94 % celkového objemu obchodov s dlhopismi obchodovanými na burzách. Pretože by daň bola veľmi nízka a vzťahovala sa nielen na transakcie na trhoch promptných obchodov a derivátov, ale aj na všetky triedy aktív (akcie, dlhopisy, deriváty, devízové obchody), nemala by ani veľký distorzný efekt. - Steinbrück, P.: The case for a global financial transaction tax, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/steinbruck1> - online.

16 Tamtiež.

17 Oznámenie Komisie európskeho parlamentu Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a výboru regiónov – Zdaňovanie finančného sektora, 2010, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ> - online

8 Napriek uvedenému konštatovaniu treba poznamenať, že proti zavedeniu dane z finančných transakcií je v súčasnosti najmä Švédsko, Veľká Británia a ČR.

9 <http://eurlex.europa.eu> - Daň z finančných transakcií - online.

10 James Tobin - nositeľ Nobelovej ceny za ekonomiku. V roku 1971-2 rozpracoval myšlienku J. M. Keynosa a vytvoril model Tobinovej dane ako reakciu na rozpad bretonwoodského menového systému.

11 Silný, J.: Tobin or not Tobin, 2010, <http://www.denikreferendum.cz> - online..

12 Kohout, P.: Trest jménobankovní daň, 2010, <http://www.finmay.cz> - online.

cie by túto záťaž pocítili len minimálne. Tento názor vychádza z nasledujúcej myšlienky: „Ak daň z finančných transakcií podstatne obmedzí krátkodobé obchodovanie s cennými papiermi a derivátmi, zníži tak aj zisky finančného sektora, čo by mohlo viesť k zníženiu premií, ale aj daňových príjmov. Uvedené však nezasiahne tradičné bankovníctvo, ktoré je založené na pôžičkách subjektom a domácnostiam a je financované z vkladov; pričom zisky vyplývajú z rozdielov v úrokových sadzbách. Tento typ bankovníctva, v rámci ktorého sa úspory čo najvýhodnejšie investujú, by sa mohol stať opäť hlavným zmyslom finančného sektora.“¹⁸

- Nie je zjavné, kto by mal vyberať daň z finančných transakcií a kam, resp. do ktorej oblasti by mal smerovať jej výnos. Jedným z názorov smerovania výnosu tejto dane je, že by mohol slúžiť na podporu ekonomiky rozvojových štátov. Iný názor – výnos z tejto dane by mal byť použitý na zníženie schodku verejných financií štátov. Ďalšou z možností nasmerovania výnosu tejto dane je rozpočet EÚ, v ktorom by sa daň z finančných transakcií stala jedným zo zdrojov tohto rozpočtu. Následne by mohlo dôjsť k zníženiu príspevkov členských štátov do uvedeného rozpočtu.
- V súvislosti so zavedením dane z finančných transakcií sa vyskytujú názory, že táto daň je nesystémová. Pokiaľ by mala byť zavedená so zámerom potrestania bankových inštitúcií za to, že spôsobili finančnú krízu a prispeli tak k vzniku hospodárskej recesie, treba zvážiť, či v konečnom dôsledku zavedenie dane z finančných transakcií nebude mať za následok pokles rastu reálnej ekonomiky. Objem vybraných prostriedkov z bankovej dane zníži o rovnakú časť agregátny dopyt, pričom banky ľahko prenesú túto daň na svojich klientov zvýšením bankových poplatkov alebo inou formou.¹⁹

Prístupy a formy zdaňovania bánk v EÚ – výber

Európska únia, pokiaľ ide o formu zdaňovania bánk, nepostupuje jednotne. K zavedeniu dane v niektorých štátoch EÚ už došlo a ďalšie štáty sa na tento krok pripravujú. Pri jej zavádzaní štáty väčšinou využívajú argument, že vyrubení dane sa vytvárajú zdroje na prípadné finančné vykrytie budúcej krízy. Štáty využívajú rôzne možnosti vytvorenia základu, z ktorého možno daň vyrubovať – môže to byť aktívum banky, pasívum banky, resp. zisky a bonusy banky a pod.

Švédsko už v roku 2009 zaviedlo daň, ktorá je odvodená od výšky cudzích zdrojov. Cudzí zdroje banky sú zdanené 0,036 % sadzbou dane. Zavedenie tejto dane sa zdôvodňuje

tým, že vyrubená daň vytvára finančnú rezervu pre prípadnú krízu a tiež motivuje banky, aby zvyšovali objem vlastných zdrojov (akciový kapitál, rezervy, nerozdelený zisk) na úkor cudzích zdrojov, ktorými sú akékoľvek záväzky voči tretím osobám. Finančné prostriedky z dane sa sústreďujú v špeciálnom fonde.

Maďarsko v priebehu roku 2010 zaviedlo daň, ktorej podliehajú aktíva banky. Progresívnou ročnou sadzbou dane vo výške 0,15 % sú zdaňované aktíva banky neprekračujúce 50 miliárd HUF. Ak sú však aktíva banky vyššie ako uvedená suma, vzťahuje sa na ne daňová sadzba, ktorá môže dosahovať výšku až 0,53 %. Výnos tejto dane plynie do štátneho rozpočtu, slúži na zníženie deficitu verejných financií Maďarska.

Od roku 2011 bola v SRN zavedená daň, ktorú platia banky s centrálou na území Nemecka. Základ dane vychádza z bilančnej sumy banky, pričom celková čiastka rešpektuje mieru podstupovaného rizika vyjadrenú tzv. podsúvahovými položkami – teda aktívami (záväzkami) s neistou, či podmienenou hodnotou.²⁰ Takto stanovený základ dane je zdaňovaný progresívnou sadzbou dane vo výške 0,02 % na banky so základom dane do 10 miliárd EUR, so sadzbou dane 0,03 % so základom dane medzi 10,1 až 100 miliárd EUR a sadzbou dane 0,04 % so základom dane nad 100 miliárd EUR. Výnos dane plynie do špeciálneho fondu, ktorý v prípade nutnosti zabezpečí banke potrebnú likviditu.

Snaha o zavedenie bankovej dane bola aj v SR vyvíjaná už pred rokom 2012. Bol predložený návrh zákona, ktorého zámerom bolo zdanenie vybraných finančných inštitúcií, ktoré pôsobia na území SR a majú finančné zdroje získané od iných právnických alebo fyzických osôb. Uvedený návrh zákona bol zamietnutý jednak pre niektoré jeho diskutabilné ustanovenia ako aj snahu o dosiahnutie spoločného postoja členských štátov. Z postoja štátov však je zjavné, že jednotný postup v tejto oblasti je ťažko dosiahnuteľný. Zrejme preto sa Ministerstvo financií začalo prikláňať k samostatnému zavedeniu tejto dane, tak ako je tomu v niektorých členských štátoch.

Návrh zákona predpokladal výnos z tejto dane vo výške 186 mil. EUR. Základ dane vychádzal z pasív subjektu.

²¹Uvedený návrh predpokladal, že časť výnosu tejto dane

20 Rod, A.: Bankovní daň v Německu realitou, od r. 2011 budou banky platit. 2010, <http://www.bankovnípoplatky.com> – online.

21 V pôvodnom návrhu bola výška daňovej sadzby stanovená na 1,35 %, v ďalšom návrhu už bola uvedená nižšia (ale oproti iným štátom stále vysoká) sadzba dane vo výške 0,73 % z pasív platiteľa tvoriace zdroje majetku a financovania subjektu, ktoré sa však znižujú o základné vlastné zdroje financovania platiteľa tvorené splateným základným imaním platiteľa, o zdroje financovania platiteľa predstavujúce pohľadávku voči platiteľovi spojenú so záväzkom podriadenosti, ako aj o vklady prijaté platiteľom a chránené systémom ochrany vkladov v SR podľa osobitného zákona o ochrane vkladov, za ktoré platiteľ uhrádza príspevky podľa osobitného zákona o ochrane vkladov, a tiež o vklady prijaté platiteľom a chránené systémom ochrany bankových vkladov v inom členskom štáte EÚ alebo inom zmluvnom štáte Európskeho hospodárskeho priestoru.

18 Stanovisko Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru na tému „Daň z finančných transakcií“, 2010, <http://eurlex.europa.eu> – online.

19 Koklar, R.: Důsledky zavedení bankovní daně z objemu transakce, 2010, <http://www.akcie.cz/odborne-clanky> – online.

by bola nasmerovaná do štátneho rozpočtu a časť na vytvorenie osobitnej časti štátnych finančných aktív, ktorá by bola účelovo zameraná najmä na tvorbu zdrojov slúžiacich na zníženie systémového rizika v dôsledku finančných kríz. Vzhľadom na očakávaný výnos dane z príjmov právnických osôb vybraný v roku 2008, by došlo k zvýšeniu daňovej povinnosti bánk skoro dvojnásobne.

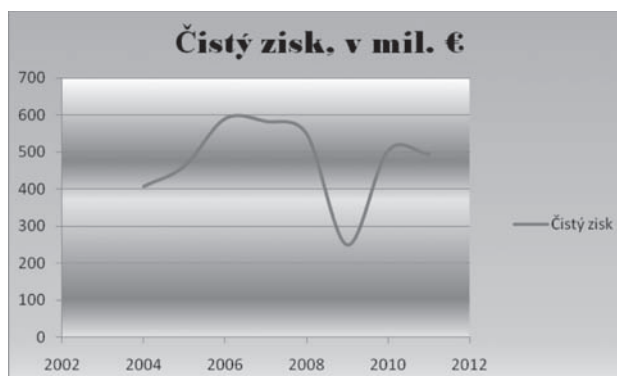
Podiel bankového sektora na celkovom výnose DPPO v rokoch 2000 – 2008 v mil. EUR

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DPPO-celkový výnos	813,1	878,6	926,1	1118,2	1171,9	1344,5	1599	1848,3	2107,9
Daňová povinnosť bánk podľa agregovaných DP	21,2	7,5	10,9	11,9	75,8	84,9	87,9	125,9	250,0
Podiel bánk na celkovom Výnose DPPO	2,6 %	0,9 %	1,2 %	1,1 %	6,5 %	6,3 %	5,5 %	6,8 %	11,9 %
Medziročný nárast daň. povinnosti bánk	40,2%	64,6%	45,6%	9,1%	535,9%	12,1%	3,5%	43,3%	98,5%

Zdroj: Vplyv legislatívy na daňovú povinnosť bánk. Inštitút finančnej politiky, 2009, <http://www.finance.gov.sk>

V roku 2009 došlo síce k prepadu zisku bánk o cca 54,40 % oproti roku 2008, avšak banky aj naďalej produkovali zisk. Prvý polrok roku 2010 vykázali banky zisk po zdanení vo výške 240,42 EUR. V porovnaní s prvým polrokom 2009 bol ich zisk „len“ vo výške 179,56 mil. EUR. Z uvedeného vyplýva, že medziročne ide o 34 % nárast zisku v prvom polroku 2010.

Čistý zisk bánk a pobočiek zahraničných bánk na Slovensku v rokoch 2004 – 2011 (júl) v mil. EUR



Zdroj: Údaje zo SITA, júl 2011

Zavedenie bankovej dane v SR

Aj Slovensko sa pridalo k štátom ktoré zavádzajú bankovú daň, a to počnúc rokom 2012. Uvedená daň bude vyrubovaná ešte predtým ako EÚ plánuje zaviesť spoločnú transakčnú bankovú daň približne o dva roky.

Banková daň na Slovensku vo výške 0,4 % zo základu pre výpočet dane predstavuje najvyššie daňové zaťaženie spomedzi štátov EÚ. Predpokladá sa, že čistý výnos z tejto dane na Slovensku by mal predstavovať viac ako 81 mil. eur. Základom, z ktorého sa daň vypočíta sú pasíva banky znížené o sumu vlastného imania ako aj o hodnotu chránených vkladov prijatých na území SR. Výnos tejto dane by mal byť príjmom štátneho rozpočtu, z ktorého sa však nebudú financovať jeho výdavky. Tieto prostriedky budú v SR „odložené“ a použité v prípade potreby bankového sektora.

Vzhľadom na obozretné správanie sa bankového sektora v SR aj počas krízy, ozývajú sa hlasy, ktoré poukazujú na samotnú výšku prijatej daňovej sadzby.²² Predpokladá sa, že ťarchu bankovej dane banky prenesú na klientov v podobe zvýšených úrokov z pôžičiek a zvýšených poplatkov bánk.

Výber problémov súvisiacich so zdaňovaním bánk

Európska únia by zrejme mala zaujať jednoznačnejšie stanovisko k tomu, či banková daň má postihovať celú bankovú skupinu (teda aj dcérske banky v iných štátoch), alebo len banky na území príslušného členského štátu. Návrh európskej komisie je založený na tom, že do fondu na riešenie krízovej situácie bánk v príslušnom štáte, by mala byť odvedená daň od inštitúcií – bánk s licenciou v tom istom členskom štáte a mala by pokrývať aj ich pobočky v iných členských štátoch. Nedošlo by tak k riziku dvojitého zdanenia, pretože dcérske spoločnosti by podliehali dani hostiteľského štátu a na pobočky by sa vzťahovali dane domovského štátu.²³

Finančné prostriedky získané zdanením bánk by nemali slúžiť na záchranu finančnej inštitúcie. Vytvorené fondy na riešenie krízových situácií by sa nemali použiť ako poisťka voči zlyhaniu alebo na posilnenie bánk, ale skôr na uľahčenie metodického riadenia konkurzu.²⁴

Zavedením bankovej dane môže tiež dôjsť k zníženiu úverového potenciálu bánk.

²² Napríklad Banková asociácia navrhovala sadzbu bankovej dane vo výške 0,02 % z vymeriavacieho základu.

²³ <http://www.euractiv.sk/danova-politika>

²⁴ Oznámenie Komisie Európskeho parlamentu, bližšie <http://ec.europa.eu> (Fondy na riešenie krízovej situácie).

Treba brať do úvahy názor, ktorý poukazuje na skutočnosť, že niektoré členské štáty nevynaložili finančné prostriedky na sanovanie bankového sektora (napríklad SR), pretože banky sa právali obozretne a vykazovali zdravé hospodárenie. V tomto prípade, je zavedenie bankovej dane problematické, resp. diskutabilné. Prevládajú však názory, že aj v tomto prípade by sa mala zaviesť banková daň, pretože väčšina bankových subjektov je súčasťou nadnárodných finančných skupín, pričom finančnú krízu zapríčinili najmä globálne prepojené finančné inštitúcie a bankové subjekty.²⁵

Záver

Zvýšenie príjmov verejných rozpočtov štáty často riešia opatreniami v daňovom systéme príslušnej krajiny. Dochádza jednak k odstraňovaniu, resp. obmedzovaniu daňových oslobodení, k zvyšovaniu (niekedy aj k zníženiu) daňových sadzieb priamych ako aj nepriamych daní, ktoré má však svoje hranice a významné dopady na spotrebu, zamestnanosť/nezamestnanosť, na rast/pokles HDP, na prílev zahraničného kapitálu a pod.²⁶ Jednou z možností zvýšenia príjmov ŠR môže byť aj zavedenie novej dane.

Finančná a hospodárska kríza sa dotkla všetkých oblastí ekonomiky vrátane bankového sektora. Najmä zvyšovanie nezamestnanosti a platobná neschopnosť podnikateľského sektora a obyvateľstva majú vplyv na riziká vyplývajúce z uvedenej neschopnosti subjektov uhrádzať svoje záväzky. Bankový sektor na Slovensku nebol finančnou krízou zasiahnutý takou mierou ako tomu bolo v iných oblastiach. Ziskovosť bankového sektora²⁷ od roku 2000 až do roku 2008 rástla. Zo zdroja NBS vyplýva, že aj v roku 2008 dosiahol zisk bankového sektora približne rovnakú úroveň ako v roku 2007, neprejavili sa v ňom také výrazné straty aké zaznamenali v roku 2008 banky v USA, resp. v niektorých štátoch eurozóny. V roku 2009 došlo na Slovensku k prepadu ziskovosti bánk²⁸ a v roku 2010 už posilňovali svoju finančnú situáciu.²⁹ Z grafu uve-

deného vyššie vyplýva, že je predpoklad, že aj v roku 2011 dôjde ešte väčšiemu posilneniu finančnej situácie bánk. Je teda zrejme, že globálna kríza dopadla na bankový sektor v menšej miere ako na iné oblasti ekonomiky.

Pravdepodobne uvedená situácia vedie k snahe zameranej na zavedenie, resp. už k realizácii špeciálnej bankovej dane. Francúzsko, Belgicko a Veľká Británia chápu daň (resp. odvod) ako náhradu za poskytnutie štátnej pomoci bankám. Švédsko a Nemecko zaviedlo špeciálny odvod na vklady spoločností a na investície do cenných papierov bánk (ochrana nepoistených vkladov).

Tento príspevok naznačuje rôzne prístupy stanovenia bankovej dane v členských štátoch EÚ, ako aj názory na jej samotné zavedenie, ktoré nie sú zjednotené a jednoznačné.

Literatúra a internetové zdroje

Kohout, P.: Trest jménombankovní daň, 2010, <http://www.finmay.cz> – online.

Koklar, R.: Důsledky zavedení bankovnídaně z objemu transakce, 2010, <http://www.akcie.cz/odborne-clany-online>.

Rod, A.: Bankovní daň v Německu realitou, od r. 2011 budou banky platit. 2010, <http://www.bankovnípoplatky.com> – online.

Silný, J.: Tobin or notTobin, 2010, <http://www.denikreferendum.cz> – online.

Steinbrück, P.: The case for a global financial transaction tax, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/steinbruck1> – online.

<http://europa.eu/rapid>

<http://eurlex.europa.eu>

<http://www.finance.gov.sk>

<http://www.nbs.sk>

<http://www.euractiv.sk/danova-politika>

<http://ec.europa.eu>

*Autorkou článku je prof. Ing. Anna Schultzová, PhD
z Katedry financií NHF EÚ v Bratislave*

25 Dôvodová správa k návrhu zákona o odvodoch vybraných inštitúcií a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

26 V systéme opatrení sa nachádzajú aj také, ktoré sú namierené na sprísnenie pravidiel regulácie komoditných trhov tak, aby aj tie najchudobnejšie krajiny mohli využiť finančné nástroje proti prudkému zdražovaniu cien potravín – Nicolas Sarkozy dňa 23. 1. 2011 – návrh predsedníckej krajiny skupín G20 a G8.

27 Inštitút finančnej politiky – komentár 2009/13.

28 www.nbs.sk. Pokles ziskovosti nezaznamenala Poštová banka, J&T Banka a Privatbanka.

29 Podľa údajov centrálnej banky celý bankový sektor zaznamenal prepád čistého zisku o 50,8%. Väčšina bánk vykázala zisk, ale so značným prepadom. Hlavnými dôvodmi poklesu ziskovosti bánk bolo podľa NBS nižšie tempo úverovania, zhoršovanie kvality úverových portfólií a výpadoch devízových príjmov.

Čo treba vedieť o finančnom trhu v Číne

Katarína ORAVÍKOVÁ PODOLIAKOVÁ

Čína so svojou 1,3 miliardou obyvateľov a fenomenálnym ekonomickým rastom, ktorý za posledné tri desaťročia predstavoval v priemere 10% ročne je jednou z najdynamickejšie sa rozvíjajúcich ekonomík sveta. Nie len z tohto dôvodu je možné sa domnievať, že v blízkej budúcnosti práve táto svetová ekonomika bude predstavovať jednu z najväčších príležitostí a vízií aj pre podnikateľov na Slovensku. Úlohou tohto príspevku je zoznámiť sa s jednotlivými aspektami finančného trhu v Číne.

1. Čínsky finančný trh

Čínsky finančný trh zažíva v posledných rokoch výrazný nárast v obchodoch s cennými papiermi, ako aj sofistikovanosti používaných nástrojov po tom, ako došlo k čiastočnému odstráneniu regulačných bariér pre vstup zahraničných investorov na čínsky trh a k ekonomickému rastu krajiny. Tento rast bol odštartovaný a následne umocnený **zmiernením vládnej devízovej politiky po roku 1996**. V rámci tejto zvoľnenej regulácie sa čínska mena (RNB)¹ stala konvertibilnou vzhľadom na ostatné meny. Následne v roku 2002 bol založený tzv. **“Qualified Financial Institutional Investor - QFII”** program, ktorý umožňuje zahraničným investorom podieľať sa na obchodovaní na čínskom akciovom a dlhopisovom trhu prostredníctvom kúpených akciových podielov v domácich spoločnostiach. Od založenia tejto inštitúcie už veľa zahraničných spoločností získalo povolenie participovať na spomínaných čínskych kapitálových trhoch.

Fúzie a akvizície (F&A), na ktorých sa zúčastňovali zahraničné spoločnosti, boli v minulosti výrazne limitované. No vďaka tomu, že v roku 2001 sa Čína stala členom Svetovej obchodnej organizácie (World Trade Organization – WTO) poskytol sa týmto spoločnostiam väčší priestor zo strany čínskej vlády. Čína reštrukturalizovala veľa zo svojich štátnych

podnikov a podporovala vznik veľkých spoločností. Výsledkom bolo, že veľké množstvo štátom vlastných spoločností bolo k dispozícii partnerstvu so zahraničnými spoločnosťami. Pričom hlavným regulátorom zahraničných investícií v krajine je ministerstvo obchodu a súčasne je aj dohliadacím a schvaľovacím orgánom pre všetky transakcie typu F&A v Číne. Ďalšími pomocnými orgánmi v tomto procese sú Komisia pre dohľad a správu štátom vlastného majetku (State-Owned Assets Supervision and Administration Commission) a Komisia pre reguláciu čínskych cenných papierov (China Securities Regulatory Commission), ktoré sú taktiež zainteresované do procesu schvaľovania, monitorovania a regulácie štátom vlastných spoločností, alebo spoločností, ktorých akcie sú uvedené a obchodované na burze.

Zahraničným spoločnostiam však nie je dovolené vykonávať priamo obchodné operácie v Číne. Svoje podnikanie v tomto regióne sveta môžu uskutočňovať iba prostredníctvom zahraničných investícií. Percentuálny podiel vlastníctva zahraničných spoločností je v Číne diverzifikovaný naviac ešte aj podľa odvetvia.

2. Kapitálové financovanie v Číne

Shanghaiská a Hongkongská burza cenných papierov sú dve najväčšie burzy v Číne. Trhová kapitalizácia domácich akcií, s ktorými sa na týchto burzách obchoduje dosiahla v roku 2007 agregovanú hodnotu **6 biliónov USD**. I napriek poklesu trhovej kapitalizácie v roku 2008 v dôsledku svetovej finančnej krízy² sa tieto burzy pravidelne umiestňujú na **šiestej a siedmej priečke najväčších svetových búrz**. Hodnota akciových trhov výrazne posilnila až počas roku 2009. Ďalšia významná burza cenných papierov v Číne je **Shenzhenská burza cenných papierov**. Trhová kapitalizácia akcií obchodovaných na tejto burze bola v roku 2008 **353 mld. USD**. Táto

1 Oficiálnou menou v Číne je renminbi (číta sa žen-min-pi). Základnou jednotkou je Juan (Y), ktorý sa delí na 100 Jiao. 1 Juan predstavuje cca 0,13 EUR.

2 Na konci roku 2008 predstavovala agregovaná trhová kapitalizácia týchto dvoch búrz 2,8 bilióna USD, čo je menej ako polovica úrovne z roku 2007.

burza je určená pre rastúci trh s podnikovým kapitálom v Číne a má v pláne sa stať niečím obdobným ako je NASDAQ v Spojených štátoch amerických, čo znamená, **špecializovať sa na akcie high-tech spoločností**.

Čínske spoločnosti môžu emitovať tzv. „**A-akcie**“ alebo „**B-akcie**“ na Shanghajskej alebo Shenzen-skej burze. A-akcie sú určené na nákup pre čínskych rezidentov alebo pre QFII a sú denominované v čínskej mene renminbi. B-akcie môžu byť od roku 2001 nakupované tak zahraničnými investormi, ako aj čínskymi rezidentmi. No nemôžu byť konvertované na A-akcie. Sú síce denominované v renminboch, ale obchodujú sa tak v amerických dolároch (Shanghai), ako aj v hongkongských dolároch (Shenzhen). Dividendy a kapitálové zisky plynúce z B-akcií môžu byť zasielané aj mimo Čínu a zahraničné spoločnosti špecializujúce sa na obchodovanie s cennými papiermi môžu pôsobiť ako dealeri takýchto akcií. Zahraniční investori môžu tiež nakupovať akcie čínskych spoločností, ktoré sú umiestnené na burze v Hong Kongu tzv. „**H-akcie**“. Tieto akcie sú kótované na ulahčenie financovania čínskych spoločností z východného pobrežia a môžu s nimi obchodovať, tak zahraniční investori, ako aj Hong Kongskí rezidenti. Ostatní čínsky rezidenti s týmito akciami obchodovať nemôžu. H-akcie sú denominované v hongkongských dolároch. Spoločnosti s hlavným sídlom v Hong Kongu, ktoré sú kontrolované čínskymi spoločnosťami so sídlom na pevninskej časti Číny, alebo tie, ktorých hlavný zdroj príjmov pochádza z pevniny, emitujú tzv. „**Red Chip akcie**“.

Nárast a popularita obchodovania s posledne zmienenými dvoma typmi akcií v Hong Kongu, spôsobila pokles obchodovania na trhu B-akcií. V súčasnosti sa obchoduje 10krát viac s A-akciami ako s B-akciami v rámci dvoch najväčších pevninských búrz a agregovaná trhová hodnota B-akcií predstavuje menej ako 1% agregovanej trhovej hodnoty A-akcií. Tento pokles viedol k postupnému stiahnutiu zahraničných inštitucionálnych fondov ako sa likvidity trhov s B-akciami i naďalej zmenšovala. V súčasnosti majoritu investorov do B-akcií tvoria domáci maloobchodní investori. V dôsledku celkovej klesajúcej užitočnosti existencie samostatných trhov pre A-akcie a B-akcie sa vynárajú v poslednej dobe špekulácie, že by mohlo dôjsť ku spojeniu týchto dvoch trhov.

UBS, Goldman Sachs a Morgan Stanley sú tri investičné banky, ktoré z historického pohľadu dominovali kapitálovému trhu pre H-akcie v Hong Kongu. V oblasti pevninskej Číny to boli zasa spoločnosti

zaoberajúce sa obchodovaním s cennými papiermi ako China International Capital Group (ktorej 1/3 vlastní ale neriadi spoločnosť Morgan Stanley) a China Galaxy Securities Co, ktoré majú aj dnes dominantné postavenie na trhu s A-akciami.

Nasledujúce tabuľku č. 1 a 2 názorne poukazujú na rozdelenie príjmov hlavných investičných spoločností v Číne. Zároveň tu môžeme pozorovať vývoj ich trhového podielu na kapitálovom trhu počas krízových rokov 2007 a 2008.

Tabuľka č. 1: Rozdelenie príjmov investičných bánk z hlavných investičných činností v Číne za roky 2007 a 2008 a ich trhový podiel

Banky	Príjem (v mil USD)		Trhový podiel v %	
	2007	2008	2007	2008
UBS	276,5	75,6	12,4	8,0
Morgan Stanley	250,4	74,8	11,2	8,0
Goldman Sachs	186,1	37,3	8,3	4,0
J.P. Morgan	142,3	44,3	6,4	4,7
CITI Securities	-	53,2	-	5,7
Nomura	-	52,8	-	5,6
Bank of Amerika Merrill Lynch	135,4	41,8	6,1	4,4
Credit Suisse	107,0	59,8	4,8	6,4
Bank of China Ltd	101,8	-	4,6	-
Deutsche Bank	92,4	-	4,1	-
China Int'l Capital Corp Ltd	89,9	51	4,0	5,4
Citi	85,7	46,1	3,8	4,9
Spolu (bez čínskych spol.)	1467,4	536,4	65,8	57,0
Spolu	2230,0	940,5	100%	100%

* zvýraznené sú názvy čínskych spoločností pôsobiacich na tomto trhu

Zdroj: Dealogic

Ako môžeme vidieť, i napriek tomu, že podiel čínskych bánk na kapitálovom trhu neustále rastie (v roku 2007 predstavoval tento podiel 8,6% a následne v roku 2008 sa zvýšil na 11,1%), zaberajú iba 12,3% trhového podielu. V roku 2010 pritom práve tieto banky vygenerovali príjmy z investičných

činností vo výške 934 mil. USD, čo predstavuje takmer 40% podiel príjmu za celé odvetvie. Domínujú príjmy z kapitálového trhu, ktoré v priemere predstavujú 62% z celkových príjmov deviatich najväčších spoločností podnikajúcich v oblasti investičného bankovníctva v Číne.

Tabuľka č.2: **Rebríček investičných bánk v Číne podľa výšky dosiahnutého príjmu v roku 2010**

Banka	Príjem (v mil USD)	Trhový podiel	Percentuálny podiel celkového príjmu (v %)			
			Kapitálový trh	Dlhopisový trh	F&A	Úvery
Goldman Sachs	307	4,0	66	17	17	-
J.P. Morgan	305	4,0	63	15	20	2
Morgan Stanley	295	3,9	66	8	26	-
UBS	284	3,7	62	19	19	-
Deutsche Bank	262	3,4	55	20	24	1
China International Capital Corp Ltd	243	3,2	70	23	7	-
Credit Suisse	236	3,1	56	16	23	5
CITI Securities	229	3,0	73	25	2	-
Bank of China Ltd	226	3,0	45	44	2	9

* zvýraznené sú názvy čínskych spoločností pôsobiach na tomto trhu

Zdroj: Dealogic

3. Obchodovanie s cennými papiermi v Číne

Na Shanghajskej burze cenných papierov sa obchoduje s viac ako 200 rôznymi dlhopisovými produktmi vrátane štátnych dlhopisov, korporátnych dlhopisov (emitovaných vládou vlastnenými spoločnosťami), podnikových dlhopisov a konvertibilných obligácií. Je tu kótovaných viac ako 1000 spoločností a viac ako 25 investičných fondov.

Čínsky trh s podnikovými dlhopismi je pomerne malý so zanedbateľným objemom obchodov. Čínske banky poskytujú takmer celý objem dlhového financovania v krajine. Iba 6% zo všetkých čínskych dlhopisov je emitovaných nefinančnými spoločnosťami a pokrýva iba 1,5% z celkovej finančnej potreby podnikov v Číne. Čínsky dlhopisový trh má troch hlavných hráčov: centrálnu banku, vládu a štátne banky. Centrálna banka obhospodaruje 37% trhový podiel, čínska vláda 31%

trhový podiel a zvyšok patrí štátnym bankám (čiže 23%).

Čínske vládne dlhopisy sú obchodované tak na burzách ako aj mimoburzovom trhu (over-the-counter market - OTC trh). Ministerstvo financií emituje štátne dlhopisy, stavebné dlhopisy, fiškálne dlhopisy a iné špeciálne dlhopisy. Štátne banky ako napr. Exportno-importná banka a Čínska rozvojová banka emitujú dlhopisy na podporu projektov oblasti výstavby infraštruktúry a strategických odvetví priemyslu. Tieto dlhopisy sú považované za dlhopisy s rizikom iba o málo väčším ako štátne dlhopisy. Dlhohopisy emitované vládou a štátnymi bankami patria k hlavným nástrojom centrálnej banky pri riadení monetárnej a fiškálnej politiky Číny.

4. Medzinárodné aktivity investičného bankovníctva v Číne

Väčšina veľkých investičných bánk aktívne usiluje o obchodné príležitosti v Číne a to aj napriek tomu, že prísna regulačná aktivita zo strany čínskej vlády limituje toto snaženie iba na niektoré konkrétne oblasti domáceho kapitálového trhu. Naviac, úroveň povolení sa líši podľa toho, v ktorom období tá ktorá banka vstúpila na čínsky trh a aká legislatíva v tom období platila. Vo všeobecnosti môžeme povedať, že tieto banky môžu participovať len na upisovaní domácich cenných papierov prostredníctvom joint venture spojení s čínskymi obchodníkmi s cennými papiermi, v rámci ktorých zahraničné banky nemôžu vlastniť viac ako 1/3 podiel spoločnosti. Goldman Sachs a UBS založili svoje joint venture spoločnosti v rokoch 2004 a 2005 a ide o jediné zahraničné spoločnosti, ktoré dostali povolenie podieľať sa aj na riadení takto vytvorených spoločných podnikov. Ďalšie tri z dôležitých zahraničných investičných bankových holdingov (Morgan Stanley, Credit Suisse a Deutsche Bank) majú iba pasívny vlastnícky podiel vo svojich joint venture spoločnostiach. Súhrn hlavných investícií zahraničných investičných bánk v Číne je uvedený v nasledujúcom texte:³

- Investičná banka Morgan Stanley vstúpila do joint venture s Čínskou stavebnou bankou v roku 1995 a vytvorili spolu tzv. Čínsku medzinárodnou kapitálovou spoločnosťou (China International Capital Corporation – CICC)
- V roku 2002 Citigroup kúpila 5% Shanghai Pudong Development banky za 67 miliónov USD.
- Od roku 2004 Goldman Sachs vlastní 33% spoločného joint venture so spoločnosťou Gao Hua

³ Zdrojom týchto informácií sú domovské internetové stránky jednotlivých investičných bánk.

Securities, ktorý sa volá Goldman Sachs Gao Hua Securities. Takýmto spôsobom sa podarilo spoločnosti Goldman Sachs vstúpiť na čínsky trh s upisovaním cenných papierov.

- UBS prevzala 20% podiel spoločnosti Beijing Securities v roku 2005, ktorý banke umožnil prístup k licencií potrebnej na upisovanie čínskych cenných papierov.
- Bank of Amerika vytvorila spoločný podnik s Huaan Securities taktiež v roku 2005, s 33% podielom na joint venture. Avšak v roku 2007 ukončila túto spoluprácu po tom, ako čínska vláda neschválila toto spojenie.
- Credit Suisse vytvorila spoločný joint venture so spoločnosťou Founder Securities v roku 2008 a následne v roku 2009 obdržala povolenie od čínskych regulačných orgánov na činnosti spojené s upisovaním domácich cenných papierov.
- Bank of Amerika ešte v roku 2005 zaplatenej 3 mld. USD za 9% podiel v Čínskej stavebnej banke. Na konci roku 2008 banka uhradila ďalších 7 mld USD za nákup dodatočného podielu a tak zvýšila svoju účasť na majetku tohto podniku na 19,1%. V priebehu mája 2009, Bank of Amerika predala 5,7% podiel v tejto banke a získala zaň 7,3 mld. USD.
- Spoločnosti Goldman Sachs, Allianz a American Express zaplatili v roku 2006 3,8 mld. USD za 10% vlastnícky podiel v čínskej spoločnosti Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). V priebehu júna 2009 získala viac ako 1,9 mld. USD z predaja takmer 1% podielu na ICBC, pričom si ponechala ešte 4% akciový podiel.
- Deutsche bank vytvorila joint venture so spoločnosťou Shanxi Securities v roku 2009. Toto nové spojenie je známe pod názvom Zhong De Securities a má povolenie od regulačných orgánov Číny na výkon činností spojených s upisovaním domácich cenných papierov.

Posledný rok bol pre investičné bankovníctvo v Číne veľmi úspešný. I keď v dôsledku regulácie kapitálovému trhu stále dominujú hlavne čínske investičné banky, prenikanie ostatných zahraničných subjektov na tento trh je stále dynamickejšie. Na druhej strane ani tieto čínske investičné banky sa už neorientujú výhradne iba na domáci trh a snažia sa o prienik aj do ostatných krajín v rámci Ázijského regiónu. Práve v dôsledku minuloročných rekordných ziskov sa 5 čínskych investičných bánk dostalo do rebríčka TOP 10 investičných bánk podľa príjmu za región Ázia (bez Japonska), ktorý pravidelne zostavuje spoločnosť Dealogic.

Veľkou skúškou pre čínske investičné banky bude teraz, či dokážu ďalej stavať na tomto úspechu alebo budú sledovať rovnakú vývojovú líniu ako japonské banky a hoci na domacom trhu budú mať majoritné postavenie, v expanzii mimo domovskej krajiny budú zaostávať a len s vynaložením veľkého úsilia budú prenikať na nové trhy.

Použitá literatúra

1. STOWELL, D.: *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm*. California (USA): ELSEVIER INC., 2010. ISBN 978-0-12-374503-3.
2. ROSENBAUM, J.: *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. New Jersey: WILEY FINANCE, 2009. ISBN 978-0-470-44220-3.
3. www.dealogic.com
4. www.financialnew.com

Autorkou článku je
Ing. Katarína Oravíková Podoliaková, PhD.
z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií,
Národohospodárska fakulta EUV Bratislava

Vplyv finančných trhov na dôchodkové systémy

Božena CHOVANCOVÁ – Peter ÁRENDÁŠ

Vývoj akciových trhov najmä v predchádzajúcej dekáde vedie odborníkov k zamysleniu sa nad efektívnosťou dlhodobého finančného investovania, najmä v spojitosti s reformami dôchodkových systémov, ktoré sú do značnej miery závislé na vývoji kapitálových trhov, osobitne akciových trhov. V spojitosti s globálnou ekonomickou krízou, ktorá priniesla pokles ekonomickej aktivity mnohých krajín sveta, výrazným prepadom kapitálových trhov, mnohí investori utrpeli značné straty vrátane veľkých penzijných fondov. Do značnej miery zlyhávajú koncepcie investovania typu buy and hold, keď sa odporúčalo investorovi jednorázovo investovať a v prípade dlhopisov čakať do splatnosti, pri akciách dodržať dlhodobjší investičný horizont. K určitému spochybneniu došlo aj pri investovaní formou priemerovania nákladov (cost averaging), aj keď musíme zdôrazniť, že táto forma investovania v pravidelných menších splátkach napr. mesačne, prináša v kritických okamihoch podstatne menšie straty ako jednorázové investovanie. Vzhľadom na to, že aj u nás sa často diskutuje o efektívnosti nového dôchodkového systému, pokúsime sa na doterajšom dlhodobom vývoji kapitálových trhov analyzovať aká bola výnosnosť tohto systému v 20 a 30 ročnom časovom horizonte.

1. Komparácia výnosnosti na akciovom trhu a pri termínových vkladoch

Naznačené súvislosti budeme skúmať na databázových údajoch od roku 1970. Vzhľadom na to, že kapitálový a osobitne akciový trh má najvyššiu vypovedaciu schopnosť v USA, budeme teda vychádzať z amerického akciového trhu a predmetom analýzy bude akciový index S&P 500. Tento index, ako dokazujú nespočetné analýzy má široko diverzifikovateľné portfólio najvýznamnejších amerických spoločností a jeho pohyb najlepšie vyjadruje vzájomnú koreláciu hospodárskej aktivity a akciového trhu. Má teda najbližšie k teoretickému vymedzeniu optimálneho a trhového portfólia, inými slovami je adekvátnym ukazovateľom „trhového priemeru.“

Pri analýze budeme musieť abstrahovať od niektorých

faktorov, budeme teda vychádzať z nasledovných predpokladov:

- 1) zhruba len 25% portfóliových manažérov dokáže dosiahnuť lepšiu výnosnosť ako je trhový priemer. V tejto skupine sú hlavne manažéri hedge fondov, ktorí však idú v rámci investovania do veľmi vysokého rizika. Teda aj manažerom penzijných (dôchodkových) fondov sa veľmi ťažko podarí dosiahnuť výnosnosť nad trhový priemer. Z toho vyplýva, že budeme vychádzať z predpokladu, že väčšina manažérov aj penzijných fondov sa bude snažiť dosiahnuť aspoň trhový priemer,
- 2) investor bude investovať v pravidelných mesačných intervaloch 100 USD do penzijného fondu, ktorého portfólio kopíruje index – trhový priemer, alebo investuje mesačne 100 USD na termínových účt s ročným úročením, pričom ročné úroky sa budú reinvestovať,
- 3) pri investovaní na akciovom trhu sme vychádzali z tvorby portfólia, ktoré je identické skladbe indexu, pričom sme vypočítali hodnotu získaného podielu pri aktuálnej hodnote indexu v danom mesiaci, postupná kumulácia podielov za jednotlivé dekády je ocenená vždy aktuálnou cenou podľa vývoja indexu,
- 4) pri úročení na ročnom termínovom vklade vychádzame z databázy Fed-u, pripočítali sme len minimálnu maržu 1% pre úspory úročené komerčnými bankami. Táto marža sa samozrejme mení v súvislosti s volatilitou úrokových sadzieb a vychádzame z toho, že pri vysokých úrokových sadzbách môže byť aj vyššia.¹ Maržu sme napriek tomu zvolili ako minimálnu konštantnú veličinu,
- 5) budeme abstrahovať od transakčných nákladov spojených s obchodovaním ako sú poplatky pre obchodníkov, správcovské poplatky, v prípade termínových účtov podobne neuvažujeme s poplatkami banky za správu účtov,²

¹ Napr. v roku 1981 bola sadzba Fed-u 17,39%, pričom úrokové sadzby v komerčných bankách sa pohybovali viac ako 19%.

² Tieto čiastky sa v dlhodobom horizonte menili a nie je možné objektívne posúdiť ich výšku.

- 6) pracujeme s ukazovateľom hrubej výnosnosti, nebudeme uvažovať s daňovým zaťažením výnosov, ktoré sa tiež v kratších časových úsekoch menilo,
- 7) abstrahovali sme aj od zmeny kurzu amerického dolára, ktorý vykazoval značnú fluktuáciu, značné kurzové rozdiely sú problémom hlavne iných ekonomík, ktorých aktivity sú viazané na dolár,
- 8) pokúsime naše výpočty očistiť o infláciu, uvedieme znehodnotenie investície vplyvom inflácie za jednotlivé dekády a kumulovane.

1.1 Výnosnosť investície v 20 a 30 ročnom horizonte od roku 1970

Aj keď súčasná kríza sa často prirovnáva ku kríze z 30-tych rokov, je nevyhnutné konštatovať, že jej príznaky a prejavy majú oveľa väčšiu podobnosť s krízou, ktorá prebiehala v 70-tych rokoch. Táto kríza mala dokonca svoje dve etapy vývoja s dlhodobými negatívnymi dopadmi na celý svet. V tomto období došlo k výraznému znehodnoteniu dolára, k zrušeniu zlatého štandardu, k výraznému rastu ceny zlata, ropnému šoku a rastu cien na komoditných trhoch. Všetky tieto znehodnocovacie procesy sa preniesli do nestability finančného systému, k vysokej volatilite úrokových sadzieb a následnej vysokej inflácie. Investičné prostredie 70-tych a začiatku 80-tych rokov teda veľmi nežičilo investorom a pomerne krátke obdobie rastu opäť koncom 80-tych rokov vystriedala nová úverová kríza. Pozrieme sa bližšie aké zhodnotenie dosiahol investor, ktorý začal investovať v roku 1970 na akciovom trhu v investičnom horizonte 20 a 30 rokov.

Tabuľka 1: Porovnanie výnosnosti investície v rôznych časových úsekoch (1970-1999)

Obdobie	1970-1979	1980-1989	1990-1999
Mesačná investícia v USD, 10 ročná investícia	100/12 000	100/12 000	100/12 000
Zhodnotenie počas I. II. a III. dekády	13598	24 164,25	32 744,06
Kumulatívne obdobie	1970-1979	1970-1989	1970-1999
Kumulovaná investícia	12 000	24 000	36 000
Zhodnotenie kumulovanej investície na akciovom trhu v USD	13 598	68 686,28	318 305,25

Zhodnotenie kumulovanej investície na ročnom termínovom účte v USD	19 252,29	75 050,73	152 928,74
Mesačná % zmena CPI indexu (index spotrebiteľských cien) na ročnej báze	102,36	233,60	345,24
Kumulovaná % výnosnosť pre akciový trh a termínový účet – nominálna miera Reálna výnosnosť v %	13,32 -89,64	186,19 -47,41	784,18 +438,94

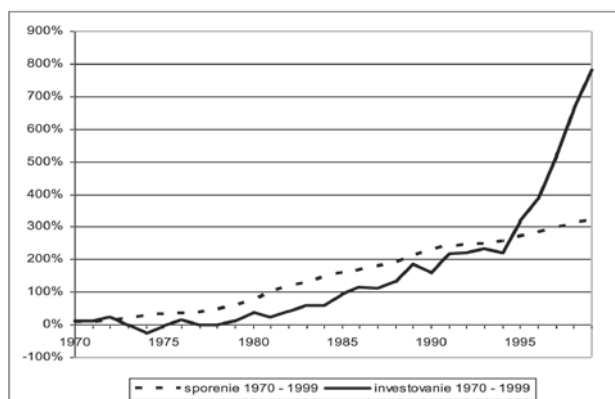
Zdroj: Vlastné spracovanie

Z prvej dekády 1970-79 jednoznačne vyplýva, že pre investora bolo výhodnejšie investovať na termínovom ročnom vklade, ktorý sa roloval a prinášal tak pri existujúcej vysokej úrovni úrokových sadzieb podstatne vyššiu výnosnosť. Aj keď reálna výnosnosť očistená o nárast spotrebiteľských cien mala záporné hodnoty, strata bola podstatne nižšia ako pri investovaní na akciovom trhu.

V dvadsaťročnom investičnom horizonte 1970-1989, keď sa naštartoval hospodársky rast, dochádza k poklesu úrokových sadzieb, uplatňuje sa tzv. „Reaganeconomika“ spojená s výrazným poklesom daní a rastom zbrojárskeho priemyslu, rastie akciový trh, znižuje sa rozdiel medzi investovaním na akciovom trhu a termínovaným účtom. Napriek tomu musíme konštatovať, že v dvadsaťročnom horizonte sa pri sporení na dôchodok jednoznačne lepšou investíciou stalo sporenie na termínovom účte.

Najvýraznejší boom na akciové trhy priniesla tretia dekáda rokov 1990-99. Tieto roky najviac „potiahli“ akciové trhy, keď sa buduje tzv. „internetová ekonomika“, ktorá umožnila nástup nových technológií. Technologickú revolúciu masíroval aj samotný FED politikou znižovania úrokových sadzieb a zlacňovania úverov, čím sa vytvorila možnosť vyššieho investovania na úver. V tomto období, ako vyplýva aj z tabuľky, akciový trh vysoko prevýšil výnosnosť termínových vkladov a samozrejme, investori v penzijných fondoch, hlavne tí, ktorí odchádzali do dôchodku sa tešili vysokým príjmom a rentám. Pre lepšiu orientáciu uvádzame aj nasledujúci graf.

Graf 1: Vývoj investície od r.1970-1999



Zdroj: Vlastné spracovanie

V 30-ročnom horizonte najmä posledné roky priniesli aj kladnú reálnu výnosnosť, ktorá jednoznačne dokazovala prednosti investície na akciovom trhu.

2.1 Výnosnosť investície v 20 a 30 ročnom horizonte od roku 1980

Podobne ako v predchádzajúcej analýze, pokúsime sa vyhodnotiť mesačnú investíciu do akciového trhu a mesačné sporenie pri ročnom úročení na termínovanom účte. Predpokladáme teda, že investor chce zhodnotiť peniaze na dôchodok v dvoch časových horizontoch 20 a 30 rokov (1980-1999 a 1980-2009). Detailnejšiu analýzu uvádza nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 2: Porovnanie výnosnosti pri investovaní od roku 1980-2009

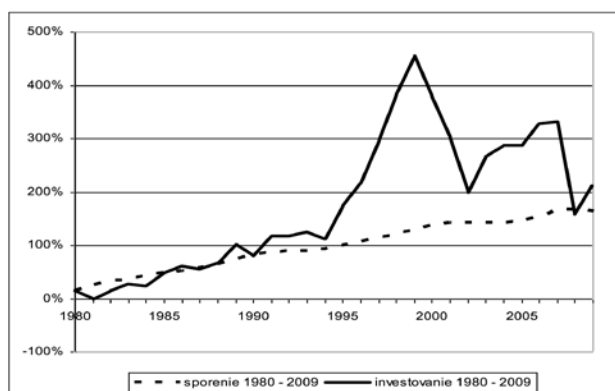
Obdobie	1980-1989	1990-1999	2000-2009
Mesačná investícia v USD, 10 ročná investícia	100/12 000	100/12 000	100/12 000
Zhodnotenie počas I. II. a III. dekády	24 164,25	32 744,06	11 617,24
Kumulatívne obdobie	1980-89	1980-99	1980-2009
Kumulovaná investícia	12 000	24 000	36 000
Zhodnotenie kumulovanej investície na akciovom trhu v USD	24 164,26	133 206,28	112 715,29
Zhodnotenie kumulovanej investície na ročnom termínovom účte v USD	20 867,82	54 636,91	95 062,27

Mesačná % zmena CPI indexu (index spotrebiteľských cien) na ročnej báze	62,08	116,32	177,57
Kumulovaná % výnosnosť pre akciový trh a termínový účet – nominál	101,37 +39,29	455,03 +338,71	213,10 +35,53
Reálna % výnosnosť			

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako vyplýva z tabuľky, sľubný vývoj investície na akciovom trhu najmä v dvadsaťročnom horizonte, ktorý potiahli najmä 90-te roky, priniesol pre investora podstatne lepšie zhodnotenie investície ako na termínovom účte. Problémom sa stala dekáda po roku 2000, keď do akciového trhu boli investované zdroje bez efektu. Známe sú príčiny tohto javu, ktoré vyústili do súčasnej globálnej krízy. Prvá spočíva vo fenoméne internetovej ekonomiky, keď investičný ošiaľ na akciových trhoch vysoko prevýšil možnosti reálnej ekonomiky, ktorá nedosahovala takú výnosnosť ako očakávali investori na akciovom trhu. Známa internetová bublina skoro praskla a spôsobila vážne problémy pre mnohých investorov. V snahe podporiť ekonomický rast v USA, nasmerovala centrálna banka politiku opäť ešte lacnejších peňazí, ktorá vyústila do druhej príčiny - známej hypotekárnej, či neskôr finančnej a globálnej hospodárskej krízy. V tejto poslednej dekáde došlo k absolútnemu znehodnoteniu nielen desaťročnej investície, ale i celkovej kumulovanej investície v komparácii s predchádzajúcou dekádou. Dokonca aj zhodnotená investícia z roku 1999 sa znehodnotila a zaznamenala stratu. Teda pre investora s 20-ročným horizontom bol dôchodkový fond ešte efektívny, čo nemožno tvrdiť o 30-ročnom horizonte, ktorý je už zasiahnutý krízou. Prakticky sa priblížila hodnota investície na akciovom trhu opäť termínovému účtu (akciový trh 112 715 USD a termínový účet 95 062 USD). Uvedenú súvislosť môžeme sledovať aj na nasledujúcom grafe. Z pohľadu reálnej výnosnosti sa v dlhodobom horizonte 20 a 30 rokov ukazujú ale jednoznačne prednosti investície na akciovom trhu.

Graf 2: Vývoj výnosnosti od roku 1980-2009



Zdroj: vlastné spracovanie

2.2 Očakávania v horizonte do roku 2020

Spájajú sa skôr s pesimistickými hodnoteniami, ktoré sú založené aj na výsledkoch posledného dvadsaťročného vývoja. Ak by sme opäť mali zhodnotiť dve dekády od roku 1990 - 2009, dôjdeme k záveru, že každý investor, ktorý vstúpil v tomto období a investoval do penzijného fondu musel utrpieť straty. Dokumentuje to aj nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 3: Porovnanie výnosnosti pri investovaní od roku 1990-2020

Obdobie	1990-1999		2000-2009		2010-2019
Mesačná investícia v USD, desaťročná investícia	100/12 000		100/12 000		
Zhodnotenie počas I. II. dekády	32 744,06		11 617,24		
Kumulatívne obdobie	1990-99		1990-2009		
Kumulovaná investícia	12 000		24 000		
Zhodnotenie kumulovanej investície na akciovom trhu v USD	32 744,06		36 468,63		
Zhodnotenie kumulovanej investície na ročnom termínovom účte v USD	15 864,31		35 056,73		
Mesačná % zmena CPI indexu (index spotrebiteľských cien) na ročnej báze	32,10		69,50		
Kumulovaná % výnosnosť pre akciový trh a termínový účet – nominál	155,7	32,20	51,95	46,07	
Reálna výnosnosť v %	+120,69	+0,10	-17,55	-23,43	

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako vyplýva z výpočtov, v prvej dekáde 1990-1999 dosiahol akciový trh vynikajúce výsledky, keď sa 12 000 USD investícia v podobe anuitných platieb zhodnotila na 32 744,06 USD. Vynikajúce výsledky dekády sa premietli i do vysokej reálnej výnosnosti 120,69 %. Druhá dekáda 2000-2009 priniesla už len znehodnocovací proces a celková naakumulovaná anuitná investícia sa zhodnotila už len na 36 468 USD. Inými slovami, v druhej dekáde síce investoval investor opäť 12 000 USD, výška investície na konci desaťročia bola len 11 617 USD. Celkový 20-ročný investičný horizont priniesol aj vplyvom vyššieho rastu spotrebiteľských cien zápornú výnosnosť nielen na akciovom trhu ale i na úrokovom trhu.

Otázkou je už len vývoj po roku 2010. Z doterajších skúseností vývoja úrokových a akciových trhoch možno dekukovať, že nastanú tieto možné situácie:

- vzhľadom na doterajší priebeh krízy a rozsiahle vládne injekcie do ekonomiky (tlačenie nových peňazí) s podstatne menším efektom než sa očakávalo, možno budú aj vyspelé svetové ekonomiky zápasť s vyššou mierou inflácie. Inflačný tlak sa preniesie aj do rastu úrokových sadzieb, čo by síce mohlo prispieť k vyššiemu zhodnoteniu investícií v rámci dôchodkových systémov, ale zároveň je potrebné pripomenúť, že reálne zhodnotenie vplyvom inflácie bude minimálne,
- ekonomiky vyspelých krajín v súčasnosti vykazujú vysoké deficity v štátnych rozpočtoch a rast ich vládneho dlhu, ktorý sa zvýšil najmä vplyvom súčasnej globálnej krízy. Problematickými sa stávajú nové emisie hlavne dlhodobějších štátnych bondov, pri súčasnej nízkej úrovni úrokových sadzieb na jednej strane a vysokých rizikových spreadoch, resp. rizikových maržách na druhej strane. Tento fakt bude zrejme v blízkej budúcnosti tlačiť na rast úrokových sadzieb a tým pádom i na rast výnosnosti štátnych bondov. Sprievodným javom môže byť aj tzv. „efekt vytlačania“, keď objemy štátnych cenných papierov budú mať dominantné postavenie na kapitálových trhoch a v dôsledku toho môžu obmedziť investície do akciových trhov,
- procesy globalizácie výrazne ovplyvňujú aj investovanie penzijných fondov na akciových trhoch. Aj keď v niektorých krajinách penzijné fondy majú obmedzenia³ pri investíciách, v iných krajinách sa dnes už často orientujú na perspektívne vysoko výnosové akciové trhy, ktorými sú najmä krajiny BRIC-u a Next 11. Sú to dnes známi „fahúni“ svetovej ekonomiky. Niektoré z nich, napr. Čína zaznamenali aj

³ Napr. dôchodkové fondy na Slovensku môžu investovať len v rámci krajín OECD.

v čase krízy hospodársky rast. Tieto trhy predstavujú pre investorov aj vyšší stupeň rizika. Sú to trhy, ktoré sa spájajú s politickou nestabilitou, s možnosťou vysokých špekulácií a nafukovaním akciových trhov s následnými pádmi. Dnes je ale nevyhnutné akceptovať aj to, že mnohé aj vyspelé ekonomiky sú dnes svojimi výrobnými kapacitami viazané na tieto veľké trhy. Budúci vývoj globálnych akciových trhov budú jednoznačne ovplyvňovať tieto krajiny, a preto možno očakávať v tomto desaťročí aj vyššiu volatilitu na týchto akciových trhoch. Na druhej strane akciové trhy vyspelých krajín môžu priniesť aj dlhodobejšiu stagnáciu s menšou volatilitou. Tento trend možno sledovať aj na príklade japonského akciového trhu, ktorý od roku 1989, keď v Japonsku prepukla veľká hypotekárna kríza, vykazuje takmer v 20-ročnej dekáde stagnačné tendencie. Z týchto záverov vyplývajú aj zvýšené nároky na manažérov – správcov portfólií dôchodkových (penzijných) fondov. Najdôležitejším prvkom bude nielen zostavenie dobre diverzifikovaného portfólia, ale hlavne „timing“ – správne načasovanie investície, pretože zásada buy and hold – držať investíciu v dlhodobom horizonte aj

pri priemerovaní nákladov nemusí priniesť vždy pozitívny efekt. Hlavným problémom sa teda stáva otázka načasovania investície, kedy ju kúpiť, kedy zmeniť štruktúru portfólia a v ktorom okamihu ukotviť portfólio do bezpečnej zóny aj pri nižšej výnosnosti. Pre investorov do penzijných fondov odporúčajú odborníci nespoliehať sa len na zdroj príjmov z dôchodkových schém. Dnes sa odporúčajú „viackošové investície“, odporúča sa aj vlastníctvo nehnuteľností, umeleckých predmetov, zlata v kombinácii s finančnými prostriedkami rôznych stupňov likvidity a pri rôznej výnosnosti. Do portfólií investora sa odporúča zahrnúť aj komerčné poistenie. Inými slovami odporúča sa viaczdrojové financovanie potrieb ľudí v dôchodkovom veku.

*Autormi článku sú prof. Ing. Božena Chovancová,
PhD. a Ing. Peter Árendáš
z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií
EU Bratislava*

9. ročník konferencie SAF

Finančné riadenie podnikov

SAF každoročne od roku 2003 organizuje konferenciu Finančné riadenie podnikov. Jej program je zvyčajne koncipovaný do troch blokov – makroekonomický, podnikový a aktuálne problémy podnikateľského prostredia. Tento rok sa konferencia uskutočnila 13. októbra, prišlo na ňu približne 130 účastníkov a tak, ako vlani, bolo jej spoluorganizátorom vydavateľstvo Ecopress.

Prezentácie hostí konferencie, známych a rešpektovaných ekonómov, predstaviteľov makro- aj mikrosféry, sa stretli s veľkým záujmom ostatných účastníkov konferencie. Nasvedčovala tomu i živá diskusia po jednotlivých vstupeniach. Okrem zastúpenia bankovej sféry (NBS, VÚB, ČSOB) a vládnych orgánov (MF SR, MH SR, MŽP SR) mala na konferencii zastúpenie aj podniková sféra (IBM Slovensko, E.I.C., a.s., Hewlett Packard, SE, Holcim, Slovmag Lubeník, Interaudit). Z priestorových dôvodov nie je možné uverejniť všetky prezentácie a už vôbec nie v plnom rozsahu, tie sú uverejnené na stránkach SAF www.asocfin.sk. Preto sme vybrali hlavné myšlienky, závery, ktoré sú všeobecne platné pre podnikateľskú sféru.

Jozef Makúch, guvernér NBS

Neistota sa zvyšuje, indikátory dôvery sa prepádajú
Úroveň indikátorov dôvery v SR a v eurozóne sa nachádzala v septembri na úrovni posledného štvrtého 2008, iba indikátor dôvery v Nemecku dosahoval priaznivejšie hodnoty. V roku 2011 začalo dochádzať k opätovnému výraznejšiemu vnímaniu dopytu ako jedného z faktorov obmedzujúcich produkciu v priemysle v rámci indikátora dôvery.

Riziká

Reálna ekonomika – prevládajú riziká smerom nadol v celom horizonte predikcie, a to: možné pokračovanie prepadu ekonomického sentimentu a následné premietnutie sa v ďalšom znižovaní zahraničného dopytu, prípadná realizácia ďalších konsolidačných opatrení vlády.

Inflácia – riziká vybilancované v roku 2011. V nasledujúcich rokoch prevládajú riziká mierne nadol, a to:

smerom nadol: nižší zahraničný dopyt, ceny potravín ovplyvnené zatiaľ predpokladanou lepšou tohtoročnou úrodou,

smerom nahor: výmenný kurz EUR/USD, zahraničná inflácia, nepriame dane.

Záver

Pretrvávajúce neistoty ohľadne stabilizácie situácie na finančných trhoch vytvára riziko, že bude dochádzať k ďalšiemu poklesu indikátorov dôvery a pretaví sa do viac alebo menej výrazného spomalenia ekonomického rastu nielen SR, ale aj v globálnom meradle.

Ján Tóth, hlavný ekonóm MF SR

Makroekonomický vývoj a fiškálna politika vlády
Konsolidačné opatrenia pre rok 2012

- Zmrazenie miezd (okrem učiteľov: 4,1 – 15 %)
- Zníženie spotreby tovarov a služieb o 5 %
- Zefektívnenie hospodárenia štátnych podnikov
- Výstavba diaľnic cez eurofondy
- Zavedenie bankovej dane
- Odstránenie výnimiek pri odpisoch
- Spotrebná daň na cigarety
- Reforma daňového základu pre obce a VÚC
- Zmena indexácie dôchodkov (od 2013)
- Reforma stavebného sporenia (od roku 2013)

Štrukturálne reformy

- Dôchodková reforma
- Rozpočtová ústava
- Reforma odvodov
- Zvýšenie flexibility trhu práce

Ing. Adrián Belánik, generálny riaditeľ sekcie daňovej a colnej MF SR

Zmeny v daňovo-odvodovom systéme

Hlavné motívy pripravovaných zmien

- Zjednodušenie a zefektívnenie systému
- Zníženie administratívnej záťaže podnikov a osôb
- Zvýšenie účinnosti a efektívnosti výberu daní a odvodov

Očakávaný cieľový stav

- redukcia počtu výkazov a platieb na mesačnej a ročnej báze
- jedno kontaktné miesto na plnenie oznamovacích a výkazovacích povinností
- jeden daňovo-odvodový účet platiteľa
- jednotné daňovo-odvodové ročné zúčtovanie

- zvyšovanie úrovne elektronickej komunikácie s úradmi
- jednotný register účtovných závierok
- jedno daňové priznanie k niektorým miestnym daniam
- zrušenie kolkových známok – úhrada poplatkov priamo na úrade
- nižšie náklady štátu na správu daní a odvodov
- účinnejší výber daní a odvodov

Mgr. Andrea Mikulová, vedúca oddelenia koordinácií, MH SR

Návrh politiky vlády Slovenskej republiky na zlepšenie podnikateľského prostredia „Projekt Singapur“

Prínosy projektu SINGAPUR

- zníženie administratívnej záťaže o cca 109 mil. € ročne na strane podnikateľov
- zvýšenie stability legislatívneho prostredia v SR, skvalitnenie procesu posudzovania vplyvov právnych predpisov vzťahujúcich sa na podnikateľov
- odbúranie zbytočnej byrokracie pre podnikateľa, ako i obmedzenie počtu duplicitných povinností podnikateľov
- zlepšenie ratingov SR
- zvýšenie záujmu zahraničných investorov
- zefektívnenie systému komunikácie s podnikateľským sektorom a zabezpečenie konzistentných štatistických údajov
- kvantifikované prínosy vo forme úspory času a peňazí pre podnikateľov

Ivan Šramko

Aktuálna medzinárodná situácia

Hlavné riziká v ďalšom vývoji

- Vývoj zadlženosti vyspelých krajín
- Vývoj bankového sektora

Elena Kohútiková, zástupkyňa generálneho riaditeľa VÚB, a. s.

Basel III – bude mať dopad na financovanie a hospodárenie podniku?

Motiváciou pre vznik bazilejských princípov v 90. rokoch bolo harmonizovanie kapitálových požiadaviek a zvýšenie kapitálu bánk.

Bazilejské princípy stanovili jednotné pravidlá určujúce minimálnu kapitálovú primeranosť.

Basel I (1988) – bol zameraný iba na kreditné riziko

Basel II (1998) – dopĺňa trhové a operačné riziko

Basel III nerieši jednotlivé riziká, ale samotnú podstatu banky

Záver

– Regulácia Basel III na rozdiel od Basel I a II nerieši riziká klientov, ale samotnú podstatu banky a jej schopnosť odolať turbulenciám na trhoch

– V princípe vyžaduje, aby banky posilnili a zlepšili svoju kapitálovú štruktúru a zodpovednejšie riadili svoju likviditu

– Pre slovenské banky budú mať zrejme regulácie Basel III najväčší dopad na riadenie dlhodobých zdrojov. Tie sa zrejme stanú drahšími, čo bude mať zrejme aj dopad na cenu dlhodobých úverov pre klientov.

– Keďže nové pravidlá vstúpia do platnosti postupne a plný dopad bude až v roku 2019 nepredpokladáme však z tohto dôvodu výrazné zhoršenie dostupnosti či ceny úverov

– Na druhej strane, tým, že Basel III povedie k stabilizácii a zlepšeniu kvality kapitálu s dodatočnými proticyklickými vankúšmi, dá sa očakávať, že regulácia zníži pravdepodobnosť budúcich kríz a zároveň podporí dlhodobý potenciálny rast ekonomiky eurozóny a teda aj Slovenska

V jednotlivých blokoch sa rozvinula odborná diskusia so zaujímavými stanoviskami a podnetmi. Na základe anketového hodnotenia konferencie účastníkmi, ktoré spracoval Ecopress, možno konštatovať, že konferencia bola úspešná, prezentované témy sa stretli so záujmom. Účastníci ankety odporúčali vytvoriť viac priestoru na diskusiu a do budúcnosti navrhli celý rad tém na rokovanie, ktorými sa organizátori budú zaiste inšpirovať.

Redakcia

Real growth of economies

• Global Growth Outlook

MPE + IMF WEO projections

	2011			2012		
	September 2011 MPE	September 2011 WEO update	Change from June WEO	September 2011 MPE	September 2011 WEO update	Change from June WEO
REAL GDP GROWTH						
World (including euro area)	3.8	4.0	(+0.2)	4.0	4.1	(+0.1)
Advanced economies	1.4	1.7	(+0.3)	2.0	2.1	(+0.1)
Emerging economies	6.0	6.5	(+0.5)	5.9	6.2	(+0.3)
United States	1.5	1.5	(-0.0)	2.0	1.8	(-0.2)
United Kingdom	1.1	1.1	(-0.0)	1.7	1.7	(+0.0)
Japan	-0.5	-0.4	(+0.1)	2.4	2.5	(+0.1)
China	9.2	9.5	(+0.3)	8.8	9.3	(+0.5)
Mono:						
Euro area	1.6	1.6	(-0.0)	1.3	1.1	(-0.2)
World trade volume	7.2	7.6	(+0.4)	7.2	6.0	(-1.2)

Source: IMF WEO August/September 2011, ECB staff calculations.
Note: Numbers from WEO are strictly confidential and subject to changes.

Real growth of economies

Latest EA Forecasts

	Date	2011		2012		2013	
		Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast
European Commission	13 May 2011	1.6	(*)	1.8	-	-	-
OECD	25 May 2011	2.0	(+0.3)	2.0	(*)	-	-
ECB Survey of Professional Forecasters	14-19 July 2011	1.9	(+0.2)	1.8	(-0.1)	1.8	-
Euro Zone Barometer	10 August 2011	1.9	(-0.1)	1.5	(-0.2)	1.7	(*)
Consensus Economics	17 August 2011	1.9	(-0.1)	1.5	(-0.1)	-	-
IMF WEO update	4 September 2011	1.6	(-0.4)	1.1	(-0.5)	-	-
ECB macroeconomic projection exercise	8 September 2011	1.6	(-0.3)	1.3	(-0.4)	1.8	(+0.5)

Notes: September 2011 MPE vs. June 2011 MPE; IMF WEO August/September 2011 - changes with IMF WEO June 2011; Spring 2012 EC Economic Forecasts, for 2011, changes with Interim Forecasts - 81 March 2011 and for 2012, changes with Autumn 2010 EC Economic Forecasts; OECD Economic Outlook 89 - changes with OECD Economic Outlook 88, November 2010; ECB Survey of Professional Forecasters 2011Q3 Edition; Euro Zone Barometer and Consensus Economics August vs. July.

Fotočrieprky z 15-ročnej činnosti SAF

Elena TRENČIANSKA

Je to tak, SAF existuje už 15 rokov, 15 rokov sa usiluje prispievať k upevneniu stavovskej cti a pomôcť zlepšiť postavenie a autoritu finančníkov v slovenských podnikoch, upevniť ich vzájomnú solidaritu a spoluprácu.

Pri vstupe na tohtoročnú konferenciu SAF pútal pozornosť pri vstupe panel doslova obsypaný fotografiami. Bola to farebná dokumentárna história SAF. Nápad odprezentovať 15 rokov činnosti SAF formou panelu vznikol spontánne. Pani Ing. Olga Dzurková prakticky od založenia SAF zhromažďovala fotografie z rôznych akcií, ktorých sme boli organizátormi, prípadne na ktorých sme sa zúčastňovali tak doma, ako aj v zahraničí. Podarilo sa jej vytvoriť skutočne zaujímavý panel, ktorý by sme mohli nazvať „fotočrieprky z 15 rokov činnosti SAF“.

Zdá sa vám to možno úsmevné, ale pri tomto paneli bol stále hlúčkik zvedavcov, a to nielen zakladajúcich členov, aby si pripomenuli, ako dobre pred časom vyzerali, ale aj nových členov, ktorí si so záujmom pozerali fotodokumentáciu a nachádzali tam nielen svojich súčasných kolegov, ale aj bývalých spolupracovníkov. Jednoducho tých, pre ktorých byť členom Slovenskej asociácie podnikových finančníkov bolo a stále je potvrdením stavovskej hrdosti podnikových ekonómov a finančníkov, o ktorú nám išlo už pri jej zakladaní.

Ing. Elena Trenčianska



Pred panelom sa „s patričnou dávkou hrdosti“ nechala zvečniť aj trojica ľudí, ktorí asociáciu sprevádzajú od jej začiatkov. Na snímke sprava Ing. Olga Dzurková, Ing. František Chvostál a Ing. Elena Trenčianska.

Eduard HOZLÁR

Komisia SAF pre finančný trh pripravila dvojdnové odborné podujatie – seminár – na tému „Aktuálne zmeny v podnikateľskom prostredí s aspektom na zníženie podnikateľského rizika“, ktoré sa uskutočnilo v hoteli Balnea Esplanade v Piešťanoch. Toto podujatie bolo určené širokému okruhu záujemcov, nielen pre členov SAF. Program bol organizovaný v dvoch blokoch:

- Registre ako nástroj na zníženie podnikateľského rizika (1.12.2011)
- Zmeny v podnikateľskom prostredí a očakávané vplyvy regulácie (2.12.2011)

V prvom bloku boli na programe prezentácie o široko využívaných registroch a ich perspektívach (Register účtovných závierok, Hospodársky register, Živnostenský register, Obchodný vestník), pričom úvod bloku bol venovaný problematike verejných a neverejných informácií. Významu a zdrojom verejných a neverejných informácií, ich dostupnosti a kvalite sa venovala Ing. Katarína Šebejová z Trend Holdingu s.r.o.

Veľmi aktuálnu tému o Registri účtovných závierok vysoko kvalifikovane odprezentovala Ing. Viera Laszová z Ministerstva financií SR. Zákonná úprava o vzniku Registra účtovných závierok bola počas konania seminára na programe rokovania NR SR, kde sa diskutovala novela zákona o účtovníctve. Ku koncu dňa NR SR tento zákon schválila.

Na očakávanú prezentáciu Hospodárskeho registra z pracovných dôvodov neprišiel žiaden zástupca MH SR.

Ing. Ján Dutko z MV SR odprednášal veľmi detailne filozofiu a fungovanie a úlohy živnostenského registra. Zameral sa aj na otázky súvisiace so zlepšovaním podnikateľského prostredia. Polemizoval s niektorými zámermi týkajúcimi sa zlučovania obchodného a živnostenského registra. Vzhľadom na rozsiahlu diskusiu k jednotlivým témam, bolo rokovanie prvého dňa predĺžené o 1 hodinu.

Druhý deň odborného podujatia uviedol JUDr. Branislav Pospíšil, advokát a člen pracovnej skupiny

Ing. Viera Laszová z MF SR pri prednáške ►





◀ Plénum odborného seminára

Ministerstva spravodlivosti SR témou súvisiacou s aplikáciou Zákona o konkurze a reštrukturalizácii po jeho novele. Prednáška a s ňou spojená diskusia bola tradične na vysokej odbornej úrovni a vzbudzovala záujem mnohých účastníkov seminára.

Téma Centralizovaná regulácia a jej dopad na podnikateľské prostredie (Basel III, ktorú prezentoval Lubor Malina z em-fin s.r.o., zaujala viacerých účastníkov hlavne z hľadiska vplyvu prísnejšej regulácie bánk na možnosti financovania malých a stredných podnikov.

Mgr. Daniel Pitoňák, vedúci Oddelenia analýz podnikateľského prostredia v Národnej agentúre pre rozvoj malého a stredného podnikania NARMSP vo svojom príspevku Aktuálne možnosti financovania malých a stredných podnikateľov analyzoval niektoré schémy zapájania zdrojov pre financovanie malých a stredných podnikov.

Na podujatí sa vystriedalo 43 účastníkov, členov aj nečlenov SAF a špeciálnou skupinou boli správcovia, pre ktorých dané odborné podujatie môže byť využité aj ako vzdelávanie pre zvyšovanie ich odbornosti.

Eduard Hozlár, tajomník SAF

Stretnutie finančníkov v Clube Imperial



Prezident SAF p. Andrej Révay osobne privítal účastníkov stretnutia



Pohľad na prítomných účastníkov stretnutia

Stretnutie finančníkov v Clube Imperial

Eduard HOZLÁR

Z iniciatívy prezidenta SAF Ing. Andreja Révaya a za podpory Správnej rady SAF sa dňa 13.12.2011 po prvýkrát uskutočnilo stretnutie významných finančných odborníkov, aby sa prediskutovali aktuálne témy súvisiace s dlhovou krízou, eurom, Európskou úniou a očakávaniami hospodárskeho vývoja v krátkodobom a dlhodobom horizonte. Okrem prezentácie odborných stanovísk bolo vedľajším cieľom zistiť témy pre náplň odborných podujatí SAF v budúcom roku, vrátane tém pre 10. konferenciu SAF Finančné riadenie podnikov.

Na tomto koncoročnom stretnutí sa zúčastnili guvernér NBS Jozef Makúch, bývalí guverneri NBS Ivan Šramko a Marián Jusko, členka predstavenstva VÚB Elena Kohútiková, bývalý zakladateľ a riaditeľ Poľnobanky Ľudovít Pósa, zástupca z EIB v Luxemburgu Peter Baláž, finanční riaditelia z veľkých podnikov (SPP, Slovnaft, Matador Group, IBM Slovensko, GGE, Doprastav, PosAm, E.I.C., Axasoft, Sauer-Danfoss) ako aj niektorí zástupcovia SAF.

Stretnutie otvoril prezident SAF, ktorý uviedol dôvody pre zorganizovanie tohto stretnutia a nastolil otázky pre diskusiu. Témy sa ako prvý ujal guvernér NBS pán Makúch, ktorý informoval o aktuálnej prognóze NBS a ECB a komentoval vybrané údaje a očakávania v krátkodobom horizonte.

Prezentované údaje doplnil p. Šramko o európsky rozmer a niekoľko poznámok venoval úlohe médií a niektorých politikov pri pravdivom zobrazovaní odborných tém. Do diskusie sa zapojili aj ďalší účastníci, vrátane podnikovej sféry.

Podujatie sa organizovalo pre užší kruh odborníkov, počet účastníkov bol 23. Stretnutie sa realizovalo v klubovom prostredí, kde v spoločenskej záverečnej časti boli prezentované významné svetové značky koňakov. Celé podujatie trvalo približne 3 hodiny. Na záver prezident Révay zaželel všetkým prítomným príjemné sviatky.

Eduard Hozlár, tajomník SAF



Príhovor k účastníkom stretnutia predniesol guvernér NBS p. Jozef Makúch



Na stretnutí sa zúčastnili aj predchádzajúci guverneri NBS Ivan Šramko a Marián Jusko

English summary

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

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Peter Krištofík, deputy editor-in-chief. He introduces new issue of the journal and evaluates activities of the association in the year 2011.

INTERVIEW

In the interview we are offering some interesting and non-traditional ideas about the European debt crisis by prof. Karol Vlachynsky – the founding member of SAF.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

CECGA

COMMITMENT AND RESPONSIBILITY OF INVESTORS FOR CORPORATE GOVERNANCE

Miroslav ŠKODA

REAL VALUE IN FINANCIAL STATEMENTS

Anna SCHULTZOVÁ

INTRODUCTION OF BANK TAX

Katarína ORAVÍKOVÁ PODOLIAKOVÁ

WHAT DO YOU NEED TO KNOW ABOUT FINANCIAL MARKET IN CHINA

Božena CHOVANCOVÁ – Peter ÁRENDÁŠ

IMPACT OF FINANCIAL MARKETS ON PENSION SYSTEMS

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

- 9th annual conference of SAF “Financial management of firms”
- We celebrated 15th anniversary of the SAF
- Professional event in Piešťany “Contemporary problems in business environment”
- Meeting of finance professionals in Club Imperial

Služba „SAP as a service“ a kompetencie HP v oblasti SAP hosting



Spoločnosť Hewlett-Packard Slovakia s.r.o. (HP) by rada predstavila svoje kompetencie v poskytovaní outsourcingových služieb spojených s prevádzkovaním a aplikačnou podporou ERP systému na báze technológií SAPu.

Zámerom spoločnosti HP je navrhnúť výhodný model používania ERP SAP systému „as a service“ pri ktorom zákazník ušetrí finančné prostriedky spojené s implementáciou, obstaraním HW a SW prostredia, využívajúc HP Adaptive Infrastructure Services Utility Sourcing (AIS US)

	Traditional ERP environment	Hosted ERP
Start-up costs	Customer to buy HW and SW for ERP, networking, storage, databases, operating systems, etc.	Utilization of HP system
Upgrades	ERP environment upgrades may include adding supporting software and hardware	HP manages all hardware and software requirements
Maintenance	Customer IT department manages support, high costs and resources required	HP manages support and patch management
Finance	Expensive one-time investment plus high ongoing costs difficult to plan	Fee per user Predictable costs

Kompetencie HP sú postavené na nasledovných pilieroch:



- HP SK využije pri analýze a návrhu riešenia know-how získané pri návrhu a realizácii projektov v oblasti implementácie ERP SAP systémov.
- HP je celosvetový líder v prevádzke a manažmente SAP aplikácií, podporujúc viac ako 1.5 milióna užívateľov v 54 krajinách.
- HP disponuje infraštruktúrnymi centrami, ako aj globálne poskytovanými službami spojenými s prevádzkou SAPu - HP Adaptive Infrastructure Services Utility Sourcing (AIS US) for SAP.
- Máme k dispozícii kapacity vyškolených, skúsených projektových manažérov, solution architektov, 72 SAP konzultantov a pracovníkov centrálnej podpory SAP systémov na Slovensku, vývojársky tím s globálnou pôsobnosťou.

Dlhodobo držíme pozíciu najväčšej IT spoločnosti na Slovensku

- Našu schopnosť dodať úspešne rozsiahle projekty v rámci definovaného rozpočtu a časového rámca dokumentujú referencie takých projektov implementovaných na Slovensku, ako sú projekty Systému štátnej pokladnice, Rezervačný a lístkový systém ZSSK, Systémy pre výdaj identifikačných dokladov občanov Slovenska, Národný gateway do Schengenského informačného systému. Na Slovensku sme implementovali viacero ERP SAP systémov, ako sú systémy vnútornej správy Štátnej pokladnice, Ministerstva financií, Daňového riaditeľstva, Colného riaditeľstva, Ministerstva životného prostredia, Ministerstva Dopravy a Telekomunikácií. Pre všetky tieto systémy poskytujeme služby zabezpečenia prevádzky, aplikačnej podpory ako aj podpory používateľov.

HP SLOVAKIA AS A PART OF BALANCED GLOBAL MODEL



- HP Enterprise Services je Run SAP certifikovanou spoločnosťou, ktorá spolupracuje so spoločnosťou SAP ako aliančný partner na definícii štandardov Run SAP.
- Takmer 50% všetkých SAP inštalácií celosvetovo v počte viac ako 67.000 inštalácií a pre viac ako 25.000 zákazníkov je prevádzkovaných na infraštruktúre systémov HP.
- HP Enterprise Services bola prvým Run SAP implementačným a operačným partnerom SAP.
- HP Support Services spravuje vybrané elementy SAP IT infraštruktúry a zabezpečuje prevádzku kritických služieb pre spoločnosť SAP.
- Záruka postavenia spoločnosti, metodológie, overených referencií dodávok komplexných riešení

Vydavateľ a adresa redakcie

SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfn.sk

Internetová stránka: www.asocfn.sk