

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XII. • číslo 3 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jeseň 2012

OBSAH

☐ ÚVODNÍK	1
<i>Miroslav Galamboš, viceprezident SAF</i>	
☐ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
MONITORING ZVEREJŇOVANIA VYHLÁSENÍ O DODRŽIAVANÍ PRINCÍPOV SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ ZA ROK 2011 NA SLOVENSKU	3
<i>Jana PAGÁČOVÁ – Barbora LAZÁROVÁ</i>	
PREHLAD VÝVOJA RATINGOVÝCH MODELOV VO VYBRANÝCH KRAJINÁCH (1. ČASŤ)	7
<i>Peter VLKOLINSKÝ</i>	
ČO OVPLYVŇUJE REAKCIU EKONOMIKY PRI FIŠKÁLNEJ KONSOLIDÁCII?	10
<i>Karol ZELENÁK</i>	
REGULÁCIA – NOVÝ FENOMÉN?	14
<i>Lubor MALINA</i>	
SPOLOČNÝ KONSOLIDOVANÝ ZÁKLAD DANE PRE PODNIKY	19
<i>Tomáš DOMONKOS – Miroslava DOLINAJCOVÁ</i>	
ZMENY V KONCENTRÁCII SLOVENSKEHO BANKOVÉHO SEKTORA.....	24
<i>Ivan BREZINA – Juraj PEKÁR – Zuzana ČIČKOVÁ – Ivan BREZINA, Jr.</i>	
ROZVINUTÉ A ROZVOJOVÉ KRAJINY.....	31
<i>Karol VLACHYNSKÝ</i>	
SPLNÍ NOVELA ZÁKONA O KONKURZE A REŠTRUKTURALIZÁCII OČAKÁVANIA?	34
<i>Jana MARKOVÁ</i>	
VPLYV SÚČASNEJ EKONOMICKEJ KRÍZY NA TOKY PRIAMÝCH ZAHRAŇIČNÝCH INVESTÍCIÍ	38
<i>Tatiana HLUŠKOVÁ – Daniel KRAJČÍK</i>	
☐ STRÁNKY SAF	
10. ROČNÍK KONFERENCIE SAF FINANČNÉ RIADENIE PODNIKOV	42
<i>(František CHVOSTAL, redakcia)</i>	
KTO JE TREASURER.....	44
<i>(Jana OSTROVSKÁ)</i>	
RECENZIA - MILOŠ BIKÁR, MIROSLAV KMEŤKO, OLGA MIKOVÁ: FINANČNÉ INVESTÍCIE	47
<i>(Anna POLEDNÁKOVÁ)</i>	
☐ ENGLISH SUMMARY	48



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofík, PhD.

Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. – predseda

Ing. František Chvostal'

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

Vydavateľ

Slovenská asociácia

podnikových finančníkov

Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel.: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadane do tlače

8.10.2012



(PROTI)KLADY DEMOKRACIE

Začínáme si zvykať na množstvo informácií, týkajúcich sa obáv, rizík a hrozieb súvisiacich s krízovými javmi. Príčiny poklesu ekonomiky a finančnej krízy boli v širokom názorovom spektre predstavované na úrovni odborných analýz až po úvahy s nádychom senzácie. Faktom však je, že učebnicové oživenie nenastalo a ocitáme sa v ekonomickom prostredí dlhovej krízy, ktorá nastoluje stále vážnejšie a na nešťastie i reálnejšie problémy, kde prezentovanie rizík a potenciálnych hrozieb súvisiacich s ohrozením eurozóny alebo pádom eura už automaticky nevnímame ako bulvárnu senzáciu. Možnosti Nemecka udržať celkovú ekonomiku únie sa zužujú a recesia v tomto polroku môže byť logickým vyústením dôsledkov príliš kompromisných a nedostatočne účinných opatrení opakovane prijímaných na krízových summitoch európskych lídrov. ECB svojim programom nákupu dlhopisov prináša určitú stabilizáciu situácie, samotné príčiny dlhovej krízy to ale nerieši a je zrejmé, že systémové riešenia môžu nastoliť predstavy zmien historického významu.

Ak sa zamyslíme nad účinnosťou nielen spomínaných opatrení, ale i nad účinnosťou základných pravidiel a princípov dohodnutých pri zrode menovej únie, musíme si uvedomiť podcenenie aspektov mož-

ného zneužívania a nedodržiavania týchto princípov, pričom ani kontrolný mechanizmus nebol nastavený tak, aby včas a dostatočne razantne zastavil negatívne trendy.

V tomto kontexte sa vynára i korelácia medzi mierou dodržiavania dohodnutých pravidiel a politickými a sociálnymi limitmi jednotlivých krajín, ktoré na rozdiel od nastavených pravidiel nie sú homogénne.

Prijímanie neúmerne vysoko deficitných rozpočtov, vysoké tempo rastu mzdových výdavkov (v súkromnom, ale hlavne vo verejnom sektore) v nízko výkonných ekonomikách bolo typickým javom v štátoch, kde politický populizmus dokázal negovať základné ekonomické pravidlá. Existujúci rozmer dlhovej krízy ale nasvedčuje, že ignorovaním týchto pravidiel sa neeliminova ich platnosť.

V súčasnosti aj implementácia opatrení na riešenie dlhovej krízy, kde dominuje tlak na konsolidáciu verejných financií, naráža na politickú a sociálnu bariéru, paradoxne (alebo logicky?) najviac v krajinách, v ktorých bolo porušovanie nastavených pravidiel najmarkantnejšie. Krajiny EÚ sa hlásia k demokratickým princípom, politici majú mandát prijímať rozhodnutia reprezentujúce vôľu väčšiny (voličov). Tento mandát im ale umožňuje prijímať i nezodpovedné opatrenia, výhodné hlavne pre tých, ktorí ich presadzujú. Na druhej strane riešenia následkov takýchto postupov sa podstatne výraznejšie negatívne dotýkajú väčšiny a spravidla len okrajovo (alebo vôbec) tých, ktorí ich prinášajú. Implementácia akokoľvek opodstatnených ekonomických nástrojov konsolidácie verejných financií má aj v tomto prípade limity, ktorých prekročenie môže vyústiť do sociálnych nepokojov a k posilneniu moci politických extrémistov.

Znova sa teda vraciame k zneužívaniu dobre mienených princípov formou lobbyizmu, protekcionizmu, uprednostňovania osobného prospechu, ktoré vedie k dominancii moci peňazí formou rozdeľovania verejných zdrojov za každú cenu, bez ohľadu, či na to ekonomika má alebo nie.

Zraniteľnosť demokratických princípov, ktorá sa prejavuje v stále sofistikovanejšej a vyššej miere ich zneužívania momentálne súvisí s tak vysokým objemom verejných výdavkov, že mnohé štáty nie sú schopné tvoriť dostatočné rozpočtové zdroje, čo vyvoláva tlak na nepopulárnu konsolidáciu.

Buďme teda konkrétni a bez akéhokoľvek politického rozmeru uveďme pár príkladov.

- Vieme popísať a kvantifikovať objemy daňových únikov na podvodoch s DPH v EÚ, poznáme dokonca subjekty, ktoré tieto kolotočové operácie uskutočňujú, napriek tomu im štáty nadmerné odpočty vyplácajú, nakoľko im v zmysle platných právnych princípov nevedia preukázať v zákonnej lehote fiktívnosť operácií. V miere zneužívania DPH je naša krajina na poprednom mieste.
- Verejné obstarávania sa musia riadiť pravidlami, v rámci ktorých vyhrávajú strategické miliónové zákazky neidentifikovateľné subjekty z daňových rajov alebo garážové firmy bez majetku a zamestnancov. Principiálne teda nikoho nediskriminujeme, obrovský objem štátnych zákazok ale získavajú subjekty, ktoré ich nerealizujú, pričom hodnota subdodávok je o 15- 25% nižšia ako cena. Víťazi „vyhrávajú“ zisky, reálni dodávatelia bojujú o ekonomické prežitie.
- Najvýraznejší demografický rozvoj dosahujú sociálne skupiny, kde miera zamestnanosti mužov je maximálne okolo 50%, žien 10 – 20 %, pričom je stále ťažšie rozlíšiť medzi nezamestnanosťou a neochotou pracovať. Princíp solidarity teda nechtiac podporuje rozvoj sociálnych skupín výlučne závislých na verejných zdrojoch, pričom sa stráca rozdiel medzi tými, ktorí sociálnu starostlivosť akútne potrebujú a tými, ktorí si výlučne na nej vybudovali svoju existenciu.
- Príkladom typickým pre Slovensko je stredné a vysoké školstvo. Počtom študentov a absolventov humanitných smerov sa približujeme k najväčším a ekonomicky najvyspelejším európskym krajinám, efektívnosť uplatnenia ich vzdelania dosahuje úroveň tých najmenších alebo najzaostalejších krajín.

Ale to sú už témy, o ktorých sa dá písať stovky strán a diskutovať na iných fórach. Ja iba vnútorne hľadám odpoveď na otázku, či sa dá pristúpiť k efektívnej konsolidácii bez toho, aby sa presne nepomenovali a neriešili i deformácie maskované deklaráciou rešpektovania demokratických princípov.

*Miroslav Galamboš
viceprezident SAF*

Monitoring zverejňovania vyhlásení o dodržiavaní princípov správy a riadenia spoločností za rok 2011 na Slovensku

Jana PAGÁČOVÁ - Barbora LAZÁROVÁ



Jana Pagáčová



Barbora Lazárová

Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností (Central European Corporate Governance Association) - CEEGA vykonala v roku 2012 prieskum dodržiavania povinnosti zverejniť vyhlásenie o správe a riadení spoločnosťami, ktorých akcie sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu burzy. Cieľom tohto článku je stručné informovanie o súvisiacej platnej právnej úprave a výsledkoch tohto prieskumu.

Princípy správy a riadenia

Princípy správy a riadenia, tzv. *Corporate Governance*, pôvodne vznikali hlavne v západnej Európe v prostredí trhovej ekonomiky. Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj („OECD“) vydala v roku 1999 OECD princípy správy a riadenia spoločností¹. Tieto sa stali predlohou pre tvorbu národných pravidiel jednotlivých krajín a boli ďalej aktualizované v roku 2004.

Princípy správy a riadenia predstavujú komplexný systém pravidiel a odporúčaní, ktorý vznikol na základe potreby upravenia vnútorných vzťahov v rámci spoločností², ako aj pre reguláciu vzťahov medzi akcionármi a vedením spoločností s ohľadom na špecifiká výkonu vlastníckych práv akcionárov a stály rast kapitálových trhov. Potreba existencie takýchto princípov bola len podčiarknutá účtovnými škandálmi z konca minulého resp. začiatku tohto tisícročia.³ Môžeme teda poznamenať, že na zahraničných kapitálových trhoch, a to hlavne na tých, na ktorých je umiestnený veľký počet obchodovaných cenných papierov, je aj veľký dopyt po prehľadnej úprave otázok spadajúcich pod oblasť správy a riadenia. A práve pravidlá upravujúce správu a riadenie spoločností, môžu zohrávať jednu z kľúčových otázok pri rozhodovaní investorov o alokácii ich finančných zdrojov.

Vzhľadom na potrebu sledovania aktuálneho diaľnia v oblasti správy a riadenia na Slovensku bol iniciovaný vznik CEEGA, ktorej úlohou je sledovať vývoj v oblasti správy a riadenia a podporovať prenos nových poznatkov z tejto oblasti do praxe. CEEGA je autorom *Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku* (ďalej len „Kódex“).

Kódex predstavuje súhrn pravidiel, dodržiavaním ktorých môžu spoločnosti sprehľadniť a zefektívniť svoje rozhodovacie procesy, ako aj vzťahy spoločnosti s akcionármi a inými záujmovými skupinami. Preto by Kódex mohol mať prínos pre všetky spoločnosti a jeho aktívne dodržiavanie by nepochybne mohlo zvýšiť kredit spoločnosti v očiach investorov.

Právna úprava vyhlásenia o správe a riadení

Podľa súčasnej právnej úpravy úplné dodržiavanie Kódexu nie je zakotvené formou zákonnej povinnosti. Kódex môže prijať ktorákoľvek spoločnosť, no najvýznamnejší je Kódex pre spoločnosti, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu. Práve na tieto spoločnosti je Kódex primárne orientovaný a sú to práve tieto spoločnosti, ktoré sú povinné zverejňovať určité informácie z oblasti správy a riadenia.

Povinnosť zverejňovať vyhlásenie o správe a riadení pre spoločnosti, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, však už z platnej právnej úpravy vyplýva. Kľúčovými predpismi sú burzové pravidlá, zákon o účtovníctve⁴ a burzový zákon⁵.

Burzové pravidlá sa zaoberajú problematikou správy a riadenia v dvoch súvislostiach. V prvom prípade ide o otázku uvedenia cenných papierov na trh, nakoľko súčasťou Žiadosti je aj „*informácia o kódexe o riadení spoločnosti, ktorý sa na emitenta vzťahuje alebo ktorý sa rozhodol dodržiavať pri riadení a údaje o tom, kde je tento kódex o riadení spoločnosti verejne dostupný resp. informácia o neuplatňovaní žiadneho kódexu riadenia spoločnosti a dôvody, pre ktoré sa tak emitent rozhodol*“⁶. Toto prehlásenie má hlavne motivujúci charakter, keďže v tomto okamihu ešte spoločnosť nemusí podávať správu o plnení kódexu, ktorý aplikuje. Spoločnosť pri uvedení cenných papierov na burzový trh teda len deklaruje svoju vôľu riadiť sa určitým kódexom, pričom samotný prehľad o plnení zvoleného kódexu spoločnosť podáva až neskôr. Prehlásenie o úmysle dodržiavať určitý kódex je však pre spoločnosť akýmsi záväzkom, nakoľko zo strany investorskej verejnosti bude následne takéto správanie pravdepodobne očakávané.

Je nutné poznamenať, že do 1.1.2012 spoločnosti, ktoré chceli uviesť svoje cenné papiere na burzový trh, mali povinnosť pristúpiť ku Kódexu, čím im bola odobratá akákoľvek možnosť voľby iného súboru pravidiel správy a riadenia. Tento variant sa ukázal ako značne nepraktický a to hlavne z dvoch dôvodov: prvým je fakt, že spoločnosti obchodované na burze sú často súčasťou medzinárodných zoskupení, ktoré sa jednotne riadia zahraničnými kódexmi správy

a riadenia, čím dochádzalo k dvojitému reportovaniu týchto subjektov. Druhým dôvodom bolo, že niektoré cenné papiere boli súčasne obchodované aj na iných burzových trhoch a podliehali tamtojšej úprave. Z týchto dôvodov bola povinnosť prijať Kódex z burzových pravidiel odstránená a subjekty majú dnes na dobrovoľnej báze možnosť pristúpiť k ľubovoľnému kódexu správy a riadenia, pričom ako sme už vyššie spomínali, informácia o prijatom kódexe je súčasťou žiadosti o prijatie cenných papierov k obchodovaniu na regulovanom trhu. Existuje aj možnosť nepristúpiť k žiadnemu kódexu, čo však musí emitent riadne zdôvodniť. Zároveň musí aj emitent, ktorý nedodržiava žiadny kódex správy a riadenia naplniť minimálne zákonné podmienky stanovené § 20 ods. 6 zákona o účtovníctve, ktorý upravuje náležitosti vyhlásenia o správe a riadení, ako je nižšie uvedené.

Ďalej sú spomínané pravidlá správy a riadenia dôležité pri podávaní tzv. pravidelných informácií⁷. Najvýznamnejšou z pravidelne sa opakujúcich informačných povinností je povinnosť zverejniť ročnú správu. Náležitosti ročnej správy sú uvedené v § 34 burzového zákona, pričom ročná správa sa skladá z troch hlavných častí: výročnej správy⁸, účtovnej závierky overenej audítorom⁹ a vyhlásenia zodpovedných osôb o pravdivosti účtovnej závierky. Ročná správa musí byť zverejnená do štyroch mesiacov od uplynutia účtovného obdobia a verejne prístupná aspoň päť rokov.

Náležitosti samotnej výročnej správy upravuje § 20 zákona o účtovníctve, pričom vo vzťahu k úprave správy a riadenia sú podstatné hlavne jeho odseky 6 a 7. Tie stanovujú povinnosti pre emitentov, ktorých cenné papiere boli prijaté k obchodovaniu na regulovanom trhu¹⁰. Ide o povinnosť uviesť ako osobitnú časť výročnej správy tzv. **Vyhlásenie o správe a riadení** („Vyhlásenie o správe a riadení“), ktorého obsahové náležitosti sú stanovené v ods. 6 písmene a) až g) zákona o účtovníctve, a povinnosť zverejniť aj ďalšie údaje stanovené taxatívne v § 20 ods. 7 zákona o účtovníctve.

Je potrebné poukázať na to, že CEEGA za účelom uľahčenia plnenia oznamovacej povinnosti o dodržiavaní Kódexu vytvorila aj formulár **Vyhlásenie o dodržiavaní zásad kódexu správy a riadenia spo-**

ločnosť na Slovensku („Vyhlásenie ku Kódexu“). Vyhlásenie ku Kódexu svojou štruktúrou kopíruje zloženie Kódexu a je značne obsiahlejšie ako rozsah náležitostí Vyhlásenia o správe a riadení vyplývajúci zo zákona o účtovníctve. Na druhej strane, Vyhlásenie ku Kódexu je v niektorých bodoch obohatené aj o požiadavky obsiahnuté v zákone o účtovníctve, ktoré v samotnom Kódexe absentujú.

Okrem Vyhlásenia ku Kódexu je možné pre splnenie zákonnej povinnosti uverejniť Vyhlásenie o správe a riadení aj prostredníctvom tlačiva pre ročnú správu uverejneného na internetovej stránke Národnej banky Slovenska¹¹. Toto tlačivo presne kopíruje text zákona o účtovníctve a dáva subjektom jednoducho možnosť sa vyjadriť akým spôsobom naplňajú zákonné požiadavky. Táto forma samozrejme kladie oveľa menšie nároky na povinné subjekty. Na druhej strane, ak by sa chcel subjekt vyjadriť k plneniu Kódexu, toto vzorové vyhlásenie by mu neposkytovalo dostatok priestoru. Je tomu tak z toho dôvodu, že v rámci podávania hlásení o správe a riadení sa uplatňuje takzvaný princíp „comply or explain“. Ak subjekt prijme niektorý kódex, je povinný uviesť, ktoré časti nespĺňa, prípadne prečo tomu tak je. Na takéto hodnotenie však vzorový dokument Národnej banky necháva priestor.

Výsledky prieskumu

CECGA po vydaní Kódexu v roku 2008 zorganizovala Orientačné kurzy a Semináre Corporate Governance, na ktorých poskytla výklad k jednotlivým princípom, k spôsobu ich implementácie pri správe a riadení spoločností, a prezentovala aj formulár Vyhlásenia ku Kódexu.

Po prvých skúsenostiach so zavádzaním princípov správy a riadenia na Slovensku do praxe CECGA zrealizovala v lete 2012 prieskum úrovne zverejňovania vyhlásení o správe a riadení za rok 2011. Cieľom tohto prieskumu bolo najmä zistiť, ako sa spoločnosti zhostili tejto informačnej povinnosti, aby výsledky prieskumu mohla využiť na prípravu cielených workshopov a seminárov pre všetky spoločnosti, ktoré majú záujem zvyšovať úroveň správy a riadenia. Súčasne zámerom CECGA je aj vyzdvihnúť spoločnosti, ktoré vzorovo pristúpili k plneniu tejto oznamovacej povinnosti a tým inšpirovať ostatné

spoločnosti k skvalitneniu reportingu v oblasti Corporate Governance.

Pri realizácii prieskumu CECGA vychádzala z verejne dostupných zdrojov informácií určených pre investorov a akcionárov, a sice z Centrálnnej evidencie regulovaných informácií Národnej banky Slovenska (ďalej len „CERI“) a internetových stránok dotknutých spoločností. Prieskum bol v súlade s platnou legislatívou zameraný na spoločnosti, ktorých cenné papiere sú obchodované na regulovanom trhu.

K ultimu roka 2011 bolo v CERI registrovaných 83 emitentov akcií a 17 emitentov dlhopisov. Keďže 4 spoločnosti vydali aj akcie aj dlhopisy obchodované na regulovanom trhu, predmetom prieskumu bolo spolu 96 spoločností. Do konca júna 2012 zo sledovaných 96 spoločností zaslalo do CERI Ročnú správu za rok 2011 celkom 72 spoločností. Z toho 41 spoločností zverejnilo dodržiavanie princípov správy a riadenia len v rozsahu požiadaviek § 20, odsek 6 a 7 zákona o účtovníctve.

Nakoľko cieľom prieskumu bolo zistiť rozsah, kvalitu a dostupnosť informácií o správe a riadení pre investorov a akcionárov spoločností, podrobili sme prieskumu aj ich internetové stránky. Dostupnosť informácií o správe a riadení na internetových stránkach je veľmi rôzna. Často menšie spoločnosti majú link na regulované informácie alebo Kódex, resp. Vyhlásenie ku Kódexu hneď na hlavnej stránke avšak pri väčších spoločnostiach, ktoré majú stránky marketingovo orientované na klientov je veľmi zložitá najsť odkaz na regulované informácie. Napriek tomu sa prieskumom internetových stránok podarilo zistiť niekoľko zaujímavých skutočností.

Jednou z nich je fakt, že 13 spoločností sa odvoláva ešte na Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností z roku 2002, čiže nezaznamenali aktualizáciu Kódexu v roku 2008, a 43 spoločností vychádza z Kódexu z roku 2008.

Ďalšou veľmi prekvapivou skutočnosťou, ktorá vzišla z prieskumu je zistenie, že 16 spoločností si vysvetlilo informačnú povinnosť ohľadne implementácie princípov správy a riadenia tak, že si vytvorili vlastný firemný kódex správy a riadenia, statický do-

kument schválený v rokoch 2008, resp. 2009, a v ročných správach len uvádzajú, že dodržiavajú jeho princípy. Tu zjavne došlo k nepochopeniu základnej črty Kódexu a jeho princípov, že sú postavené na báze „dodržiavaj alebo vysvetli“, čo znamená, že cieľom je, aby spoločnosť každoročne urobila odpočet, ktoré princípy dodržiava, ktoré zatiaľ nedodržiava a vysvetlila prečo ich nedodržiava a čo robí pre to, aby ich uviedla do praxe. Túto funkciu nemôže statický dokument plniť.

Povzbudivé je zistenie, že 26 spoločností využilo na zverejnenie formulár Vyhlásenia ku Kódexu vypracovaný zo strany CECGA, s pomocou ktorého sa spoločnosti veľmi prehľadne vyjadrili k úrovni implementácie jednotlivých princípov správy a riadenia spoločností. Je to len niečo menej ako tretina spoločností, ale je zrejmé, že pokiaľ spoločnosti majú záujem o dobrú komunikáciu s potenciálnymi investormi a svojimi akcionármi, vedú sa v problematike zorientovať a pripraviť zodpovedajúcu informáciu.

Uskutočnený prieskum a analýza právnych noriem poukázali na určité rozdiely medzi povinnými náležitosťami Vyhlásenia o správe a riadení vyplývajúcimi zo zákona o účtovníctve a náležitosťami Vyhlásenia ku Kódexu, preto je vhodné poukázať do budúcnosti aj na určitý priestor k zlepšeniu za účelom jednoduchšej porovnateľnosti zverejnených rôznych typov vyhlásení. Sme toho názoru, že by bolo účelné úplne zapracovať text zákona o účtovníctve priamo do Vyhlásenia ku Kódexu takým spôsobom, aby bolo možné jasne porovnať, ktorý bod Vyhlásenia napĺňa ktorú zákonnú povinnosť. Takéto opatrenia by určite povzbudili aj ďalšie spoločnosti k využívaniu a zverejňovaniu Vyhlásenia ku Kódexu v ročných správach.

Autorkami článku sú JUDr. Jana Pagáčová SQUIRE SANDERS, Partner, členka Správnej rady CECGA a Ing. Barbora Lazárová, výkonná riaditeľka a podpredsedníčka Správnej rady CECGA

¹ OECD Principles of Corporate Governance

² Pod vnútornými vzťahmi je treba rozumieť hlavne reprezentáciu rôznych záujmových skupín v rámci spoločností ako aj vnútorné kontrolné mechanizmy.

³ Spomeňme napríklad škandál spojený so spoločnosťou Enron.

⁴ Zákon č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.

⁵ Zákon č. 429/2002 Z.z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov.

⁶ Článok 3.3 písmeno k) časť IV.1.1 burzových pravidiel. Rovnaké podmienky musia byť naplnené aj v žiadosti o prijatie dlhopisov a podielových listov na kótovaný trh a takisto pre prijímanie cenných papierov na regulovaný voľný trh.

⁷ Upravené v burzových pravidlách časť IV.1.1 článok 9.6.

⁸ Spracovanej v súlade s § 20 zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov

⁹ Spracovanej v súlade s § 19 zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov

¹⁰ Regulovaný trh predstavuje burzový trh a to jednak trh kótovaný a jednak trh voľný

¹¹ <http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad-nad-trhom-cennych-papierov/emitenti-cennych-papierov/formulare>

Prehľad vývoja ratingových modelov vo vybraných krajinách (1. časť)

Peter VLKOLINSKÝ

Globálna finančná a hospodárska kríza z rokov 2008 až 2010, prechádzajúca v súčasnosti do recesie kladie nové nároky na účinnosť riadenia všetkých subjektov trhovej ekonomiky. Obzvlášť naliehavé je stabilizovať bankový sektor, ktorý uvádza do pohybu „krv“ ekonomiky – finančné prostriedky. Jedným z nástrojov stabilizácie tohto sektora sú aj matematicko-štatistické metódy, umožňujúce objektívne stanoviť a prognózovať finančnú situáciu podnikov – potencionálnych klientov bánk. Reálnu možnosť minimalizácie rizika bánk predstavujú ratingové modely¹, ktoré s prijateľnou spoľahlivosťou kvantifikujú bonitu klienta. Článok je príspevkom k zmapovaniu existujúcich ratingových modelov v Slovenskej republike a vo vybraných krajinách v zahraničí.

Najdôležitejším prvkom finančného systému sú banky, ktorých základnou úlohou je prijímanie vkladov a poskytovanie úverov. Niektoré vzťahy súvisiace so vznikom, s organizáciou, riadením, podnikaním a so zánikom bánk na území Slovenskej republiky a niektoré vzťahy súvisiace s pôsobením zahraničných bánk na území Slovenskej republiky na účel regulácie a kontroly bánk, pobočiek zahraničných bánk a iných subjektov s cieľom bezpečného fungovania bankového systému upravuje Zákon o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov č. 483/2001 Z.z. v platnom znení.

V zmysle zákona je banka právnická osoba so sídlom na území Slovenskej republiky založená ako akciová spoločnosť, ktorá prijíma vklady a poskytuje úvery a ktorá má na výkon týchto činností udelené bankové povolenie. Banka môže okrem uvedených činností vykonávať aj ďalšie činnosti, ak ich má uvedené v bankovom povolení.

Ako je uvedené v predchádzajúcich odstavcoch, jednou z hlavných činností bánk je poskytovanie úverov a ďalších činností (vystavovanie bankových záruk, otváranie a potvrdzovanie akreditívov atď.), ktoré predstavujú aktívne bankové obchody.

Banka podniká predovšetkým s cudzími zdrojmi financovania. Zjednodušene povedané, na jednej strane prijíma napríklad vklady domácností, pričom domácnosť ako poskytovateľ dočasne voľných zdrojov dôveruje banke ako sprostredkujúcej inštitúcii, že jej dočasne zverené prostriedky vráti, keď sa tak domácnosť rozhodne. Na druhej strane banka poskytuje úvery podnikateľským subjektom v očakávaní, že poskytnuté prostriedky jej budú v dohodnutom termíne vrátené. Samozrejme poskytnutie úveru je určitým spôsobom zabezpečené. Z uvedeného vyplýva, že bankové podnikanie je podnikanie o dôvere.

Rozhodnutie o poskytnutí či neposkytnutí bankového úveru, vystavení bankovej záruky či iného aktívneho obchodu banky podlieha formalizovanému tzv. úverovému procesu, ktorý má 3 etapy.

1. získavanie informácií o klientovi², ktorému má byť poskytnutý bankový úver, vystavená banková záruka či poskytnutý iný aktívny obchod, ako aj získavanie informácií o obchode samotnom (druh obchodu, výška obchodu, termín splatnosti atď.),
2. posudzovanie a vyhodnocovanie podkladov predložených klientom (pri zohľadnení informácií získaných z externých a interných zdrojov banky), jedná sa vlastne o proces komplexnej analýzy úverovej spôsobilosti klienta, ktorá pozostáva z finančnej a nefinančnej analýzy, ktorých výstup vyúsťuje do stanovenia tzv. „ratingu“ klienta,

3. pravidelný (polročný, štvrťročný, mesačný prípadne kratší) monitoring klienta, ktorý banka spracováva po poskytnutí bankového úveru, vystavení bankovej záruky, či poskytnutí iného aktívneho obchodu.

Odstránenie subjektivity zo strany úverového analytika, rastúci počet bánk na trhu aj vďaka členstvu Slovenskej republiky v Európskej únii, rastúca konkurencia medzi bankami, rastúci počet schvaľovaných aktívnych obchodov, tlak na výrazné skrátenie trvania 1. a 2. fázy úverového procesu, ale aj finančná a hospodárska kríza, v súčasnosti prechádzajúca do recesie, vyúsťujú do požiadaviek vývoja ratingových modelov. Vývoj ratingových modelov vystupuje do popredia aj v súvislosti s Novou bazilejskou dohodou o kapitále, ktorá podporuje vývoj a využívanie vlastných ratingových modelov.

V bankách v Slovenskej republike sa v súčasnosti pri stanovovaní ratingu využívajú modely vyvinuté v materských spoločnostiach týchto komerčných bánk v zahraničí, ktoré sú do určitej miery prispôbované na lokálne špecifiká, čo samozrejme má svoje nevýhody. Na druhej strane už existuje snaha bankových subjektov pôsobiacich na trhu Slovenskej republiky vyvinúť vlastné modely stanovovania ratingu z vlastných databáz údajov klientov použitím matematicko-štatistických metód, ktoré boli úspešne použité pri vývoji ratingových modelov v zahraničí v uplynulých desaťročiach. Okrem existencie rôznych metód vývoja ratingových modelov ich vývoju napomáha aj vývoj v oblasti výpočtovej techniky.

Rozdelenie metód používaných pri vývoji ratingových modelov

Prof. Ing. Karol Zalai, PhD. vo svojom diele³ uvádza nasledovné členenie metód používaných pri vývoji modelov predikcie finančnej tiesne:

1. metódy bodového hodnotenia,
2. matematicko-štatistické metódy,
 - a) jednorozmerná diskriminačná analýza,
 - b) dvojrozmerná diskriminačná analýza,
 - c) viacrozmerná diskriminačná analýza,
3. neuronové siete.

Prof. Edward Altman vo svojej knihe⁴ síce neuvádza členenie metód na jednom mieste tak, ako to vyplýva z predchádzajúceho odseku, ale z obsahu jeho práce vyplýva nasledovné členenie metód používaných pri vývoji modelov predikcie finančnej tiesne:

1. dichotomický klasifikačný test (jednorozmerná diskriminačná analýza),
2. viacrozmerná diskriminačná analýza,
3. regresná technika typu 0–1,
4. návratná deliaca analýza,
5. regresia typu logit,
6. analýza typu probit,
7. systémy umelej inteligencie.

Keith Checkley a Keith Dickinson v knihe⁵ uvádzajú 2 hlavné metódy prognózovania finančnej tiesne:

- (a) metódy finančnej analýzy,
- (b) metódy podnikateľského rizika (nefinančné metódy).

Alvaro Cuervo García vo svojej knihe „Análisis y Planificación Financiera de la Empresa“⁶ uvádza nasledovné metódy vývoja modelov prognózovania finančnej tiesne podniku.

- A) miery dekompozície,
- B) viacrozmerné metódy,
- C) deskriptívne metódy (metódy redukcie),
 - a) faktorové metódy (analýza hlavných komponentov),
 - b) štrukturálne techniky,
- D) vysvetľujúce (príčinné) metódy,
 - a) viacrozmerná regresia,
 - b) diskriminačná analýza,
 - c) analýza rozptylu,
 - d) analýza kanonických korelácií.

Miery dekompozície slúžia na zníženie dimenzionality problému (počet vysvetľujúcich premenných), štruktúrovaním disponibilných informácií a štúdiom vnútorných závislostí medzi premennými, tak sa dosahuje znižovanie počtu premenných tak, aby podľa možnosti čím menší počet premenných vysvetľoval čo najväčšiu časť informácie.

Viacrozmerné metódy predstavujú súbor štatistických techník charakteristických analýzou súboru viac ako dvoch premenných.

Doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc. a Ing. Ladislav Nagy, PhD. vo svojom článku „Prognózovanie finančnej situácie pomocou Virágov a Hajduho modelu“⁷ spomínajú nasledovné metódy prognózovania finančného vývoja podnikov.

1. viacrozmerná diskriminačná analýza,
2. logistická regresia,
3. neurónové siete.

Prof. Ladislav Kabát vo svojom článku „Ako ďalej v aplikácii Altmanovho modelu?“ spomína okrem regresnej a diskriminačnej analýzy aj Analýzu dátových obalov⁸ (data envelopment anlysis, DEA), ktorá „patrí k moderným nástrojom komparatívneho hodnotenia efektívnosti výrobných systémov pri transformácii ich výrobných zdrojov na trhovo ohodnocované výstupy.

Všeobecný model tejto metodiky umožňuje usporiadať sledované výrobné systémy podľa hodnoty komplexného ukazovateľa ich efektívnosti. Tento ukazovateľ je odvodený z vnútornej štruktúry hodnoteného súboru podnikov/subjektov. Nemá schopnosť odhadnúť ich všeobecnú efektívnosť vo využívaní zdrojov. Hodnotenie je založené na tzv. porovnávaní sledovaných subjektov k „najlepším“ reprezentantom z hodnotenej množiny podnikov.“

Z vyššie uvedeného prehľadu je viditeľné, že jednotliví autori vo svojich prácach uvádzajú v podstate rovnaké typy metód vývoja ratingových modelov.

V nasledujúcich častiach uverejníme stav spracovania problematiky vývoja ratingových modelov v Slovenskej republike a vo vybraných krajinách v zahraničí.

*Autorom článku je Ing. Peter Vlkolinský, PhD.
úverový analytik spoločnosti AKCENTA*

¹ rovnako môže byť použitý aj pojem „skóringový model“ alebo „model predikcie/prognózovania finančnej tiesne podniku“, v texte článku ďalej len „ratingový model“

² môže ísť aj o žiadateľa, v texte článku ďalej len „klient“

³ Prof. Ing. Karol Zalai, PhD. a kolektív, Finančno-ekonomická analýza podniku, strany 81–82, 7. rozšírené a doplnené vydanie, Sprint vŕa, Bratislava, 2010, ISBN 80–88848–61–X

⁴ Altman, Edward I., Corporate financial distress and bankruptcy, A complete guide to predicting & avoiding distress and profiting from bankruptcy, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 1993, ISBN 0–471–55253–4

⁵ Keith Checkley–Keith Dickonson. Problem Loans, A banker’s guide, Euromoney Books, London, United Kingdom, Copyright © 2000 Euromoney Institutional Investor PLC, except where indicated, Hobbs the Printers Ltd, ISBN 1 85564 748 6

⁶ Alvaro Cuervo García, Analisis y Planificación Financiera de la Empresa, strana 113, Primera edición, Gráficas Rogar, S.A., Fuenlabrada (Madrid), 1994, ISBN 84–470–0322–1

⁷ Doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc., Ing. Ladislav Nagy, PhD., Prognózovanie finančnej situácie pomocou Virágov a Hajduho modelu, strana 12, Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava, december 2010, ISBN 978–80–225–3142–9

⁸ Prof. Ladislav Kabát, „Ako ďalej v aplikácii Altmanovho modelu?“, Finančný manažér, Ročník XI., číslo 1, strana č. 7

Čo ovplyvňuje reakciu ekonomiky pri fiškálnej konsolidácii?

Karol ZELENÁK

V čísle 2/2012 časopisu Finančný manažér sme sa v rámci prvej časti článku¹ zaoberali otázkou, či existuje nemonotónny (nelineárny) vzťah medzi fiškálnou politikou a ekonomickým rastom. Analýzou prostredníctvom odhadu modelov na panelových dátach sme dospeli k záveru, že v princípe platia závery keynesovej teórie o vplyve fiškálnych premenných (pozitívnom vplyve nárastu výdavkov a tlmiacom vplyve rastu rozpočtových príjmov) na ekonomický rast, kým v období fiškálnych konsolidácií môže dôjsť k situácii, že tradičné keynesiánske vzťahy v ekonomike sú tlmené, alebo dokonca prevážené nemonotónnym charakterom týchto vzťahov (nekeynesiánsky efekt) a že fiškálna konsolidácia môže pôsobiť dokonca stimulujúco pre ekonomický rast. V rámci tohto článku by sme chceli pozornosť upriamiť na faktory, pri ktorých môže v zvýšenej miere dochádzať k nemonotónnej reakcii ekonomiky na fiškálnu konsolidáciu. Podľa teórie² faktory, ktoré majú potenciál vo zvýšenej miere ovplyvňovať správanie aktérov v ekonomike podľa nekeynesiánskeho scenára sú najmä kompozícia fiškálnej konsolidácie (vyššia konsolidácia na strane rozpočtových príjmov verzus vyššia konsolidácia na strane rozpočtových výdavkov), štruktúra fiškálnej konsolidácie, intenzita konsolidácie, zadlženosť bezprostredne pred konsolidáciou. V rámci tohto článku sú prezentované výsledky analýzy uvedených faktorov prostredníctvom modifikovanej reakčnej funkcie spotreby.

Reakčná funkcia bola odhadnutá prostredníctvom odhadnutých modelov na panelových dátach na vzorke dát za 27 dnešných členských krajín Európskej únie v období rokov 1995 až 2005, pričom sa v analyzovanom období v rámci skúmaných krajín vyskytlo 139 konsolidačných epizód, pri ktorých došlo k zníženiu cyklicky očisteného primárneho deficitu (resp. zvýšeniu cyklicky očisteného primárneho prebytku) verejnej správy.

Pri analýze *štruktúry fiškálnej konsolidácie* bola odhadnutá reakčná funkcia zobrazená v tabuľke č. 1. Tie premenné, ktorých koeficienty boli štatisticky významné, majú znamienka v súlade s predpokladmi teórie. V čase fiškálnych konsolidačných epizód zvýšenie daňových príjmov (konkrétne pri dani z príjmu právnických osôb)³ je sprevádzané zvýšením súkromnej spotreby. Na druhej strane zníženie vládnych výdavkov (medzispotreba, kapitálové výdavky) zvyšuje súkromnú spotrebu. Z odhadnutej rovnice vyplýva, že $|\alpha_{23}| > |\beta_{22}| > |\alpha_{25}|$, teda najvyššiu účinnosť vzhľadom na zvýšenie súkromnej spotreby malo v analyzovaných konsolidačných epizódach zníženie bežných výdavkov (konkrétne na medzispotrebu), potom zvýšenie príjmov, konkrétne dane z príjmu právnických osôb (prípadne nedaňové príjmy tam, kde sú štatisticky významné) a nakoniec najmenej účinné bolo zníženie kapitálových výdavkov.

Tabuľka č. 1:

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (I.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta (α_0)	-0.252661 (-0.977457)	-0.711434* (-2.371872)	-0.902196* (-2.043331)	-0.711434* (-2.126867)	-0.668814* (-2.248919)
HDP (α_1)	1.070548* (17.66518)	1.199004* (15.91368)	1.228939* (11.54150)	1.199004* (13.75048)	1.192449* (16.32602)
Daň z príjmu fyzických osôb (β_{11})	0.156338 (0.535264)	0.096647 (0.318194)	-0.059859 (-0.183414)	0.096647 (0.308654)	0.120451 (0.358953)
Dan z príjmu právnických osôb (β_{12})	-0.403718 (-1.322120)	-0.501455** (-1.662930)	-0.513810** (-1.585180)	-0.501455*** (-1.492531)	0.491446*** (1.609874)
Sociálne odvody (β_{13})	-0.324481 (-1.094802)	-0.318407 (-1.001419)	-0.264230 (-0.831677)	-0.318407 (-1.025221)	-0.319907 (-0.990425)
Nepriame dane (β_{14})	0.000628 (0.003575)	-0.043973 (-0.250517)	-0.105460 (-0.538465)	-0.043973 (-0.251242)	-0.049195 (-0.265804)
Nedaňové príjmy (β_{15})	-0.319041* (-2.366014)	-0.469323* (-2.936955)	-0.514555* (-2.833188)	-0.469323* (-2.728636)	-0.461598* (-2.903268)
Sociálne platby (α_{11})	0.509523*** (1.577510)	0.746045* (2.584170)	1.046624* (2.448973)	0.746045* (2.175726)	0.729572* (2.428669)
Mzdy a odmeny zamestnancov VS (α_{12})	-0.290165 (-0.591666)	-0.215993 (-0.495666)	-0.492928 (-1.091685)	-0.215993 (-0.449849)	-0.260629 (-0.580521)
Medzispotreba (α_{13})	-0.051874 (-0.106696)	-0.043035 (-0.109793)	-0.030821 (-0.060682)	-0.043035 (-0.095277)	0.003042 (0.007544)
Bežné transfery (α_{14})	0.340106 (0.714893)	0.387397 (1.049201)	0.507230 (1.141380)	0.387397 (0.831723)	0.363501 (0.916463)
Kapitálove výdavky (α_{15})	0.344334* (2.107577)	0.353106* (2.692769)	0.392765* (2.261440)	0.353106* (2.330771)	0.345371* (2.662090)
D*(Daň z príjmu fyzických osôb) (β_{21})	-0.086911 (-0.183998)	0.037446 (0.075848)	0.204656 (0.369295)	0.037446 (0.079689)	0.053390 (0.106403)
D*(Daň z príjmu právnických osôb) (β_{22})	0.869838** (1.681557)	0.968695** (1.802321)	0.875841*** (1.553014)	0.968695** (1.734890)	0.969664** (1.850507)
D*(Sociálne odvody) (β_{23})	0.296651 (0.593455)	0.283360 (0.535846)	0.304571 (0.554879)	0.283360 (0.558168)	0.313179 (0.609161)
D*(Nepriame dane) (β_{24})	0.041994 (0.109140)	0.048722 (0.131767)	0.206027 (0.473605)	0.048722 (0.119956)	0.100162 (0.279049)
D*(Nedaňové príjmy) (β_{25})	0.298238 (0.938225)	0.415526 (1.349912)	0.297520 (0.840518)	0.415526 (1.242226)	0.429600*** (1.463282)
D*(Sociálne platby) (α_{21})	0.473011 (0.991208)	0.378300 (0.836594)	0.151402 (0.283374)	0.378300 (0.768559)	0.409509 (0.893797)
D*(Mzdy a odmeny zamestnancov VS) (α_{22})	0.696803 (0.901176)	0.712929 (1.017843)	0.399762 (0.486536)	0.712929 (0.895233)	0.707329 (1.092113)
D*(Medzispotreba) (α_{23})	-1.024904*** (-1.447024)	-0.971976** (-1.654969)	-0.853166 (-1.103967)	-0.971976* (-1.327650)	-1.023165*** (-1.809458)
D*(Bežné transfery) (α_{24})	0.091377 (0.119475)	0.046905 (0.084522)	0.055331 (0.079350)	0.046905 (0.064960)	0.063739 (0.112598)
D*(Kapitálove výdavky) (α_{25})	-0.341069 (-1.376232)	-0.339930** (-1.964755)	-0.454880* (-1.715492)	-0.339930** (-1.689996)	-0.328928** (-1.929153)
UROK (α_4)	0.028627 (0.917561)	0.016352 (0.608320)	0.011063 (0.344537)	0.016352 (0.551837)	0.020730 (0.766084)
REER (α_3)	0.773486 (0.317486)	0.766056 (0.317486)	0.791092 (0.317486)	0.766056 (0.317486)	0.766651 (0.317486)
R ²	51.51800	10.82825	6.121072	10.82825	12.09261
F-štatistika	*	49.29302	49.29302	49.29302	49.86568
Hausmanov test ^a	*	7.087224	3.518724	7.087224	2.948708
Sarganov test ^b	*				
Počet pozorovaní	366	366	366	366	366

*, **, *** - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T štatistiky sú uvedené v zátvorkách.
Závislá premenná je dynamika reálnej súkromnej spotreby.

a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonomné členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).

b - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelované hodnoty sú $\chi^2(3) = 7,81473$ v prípade (I.) a $\chi^2(1) = 3,84146$ v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.

Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodnej odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.

Zdroj: vlastné výpočty autora

V rámci analýzy kompozície konsolidácie⁴ bola odhadnutá reakčná funkcia zobrazená v tabuľke č. 2. Z odhadnutých záverov vyplýva, že $|\alpha_{11}| > |\beta_{11}| > |\alpha_{12}|$, teda v rámci analyzovaných konsolidačných fiškálnych epizód malo najúčinnejší nekeynesiánsky efekt znižovanie výdavkov pri expanzívnych fiškálnych konsolidačných epizódach, nasledované zvyšovaním príjmov v rámci expanzívnych konsolidačných epizód a následne znižovanie výdavkov v rámci kontrakčných fiškálnych epizód.

Tabuľka č. 2

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (I.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta (α_0)	-0.119445 (-0.473817)	-0.445442 (-1.117114)	-0.182789 (-0.467528)	-0.445442 (-1.117114)	-0.363062 (-1.055557)
HDP (α_1)	0.988656* (18.88439)	1.096555* (11.05474)	1.006350* (10.24376)	1.096555* (11.05474)	1.072282* (12.86735)
RPRIJM (β_1)	-0.124238*** (-1.630194)	-0.108918*** (-1.450484)	-0.142773** (-1.788648)	-0.108918*** (-1.450484)	-0.113625*** (-1.506836)
RVYD (α_1)	0.258804* (2.597502)	0.285567* (2.762863)	0.276681* (2.536486)	0.285567* (2.762863)	0.277349* (2.713243)
D_KK*RPRIJM (β_{12})	0.028905 (0.084928)	0.110170 (0.319741)	0.134521 (0.375062)	0.110170 (0.319741)	0.094214 (0.275206)
D_KK*VYD (α_{12})	-0.271746*** (-1.450898)	-0.273788 (-1.393025)	-0.321452*** (-1.594602)	-0.273788 (-1.393025)	-0.268326 (-1.380747)
D_EK*RPRIJM (β_{11})	0.397174** (1.729568)	0.345606 (1.393860)	0.433610*** (1.617817)	0.345606 (1.393860)	0.395651** (1.672448)
D_EK*VYD (α_{11})	-0.511093*** (-1.546984)	-0.610213** (-1.692705)	-0.688490** (-1.876402)	-0.610213** (-1.692705)	-0.523417*** (-1.538536)
UROK (α_4)	-0.061873 (-1.065705)	-0.042512 (-0.730365)	-0.080057 (-1.351220)	-0.042512 (-0.730365)	-0.048466 (-0.849283)
REER (α_3)	-0.070999* (-2.114687)	-0.052604*** (-1.541945)	-0.045858 (-1.300448)	-0.052604*** (-1.541945)	-0.060149** (-1.777825)
R ²	0.742309	0.735512	0.764423	0.735512	0.737856
F-štatistika	116.5052	19.78172	5.976825	19.78172	21.74406
Hausmanov test ^a	*	105.4882	105.4882	105.4882	106.2205
Sarganov test ^b	*	7.42797	5.572269	4.47597	3.808068
Počet pozorovaní	369	369	369	369	369

*, **, *** - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T štatistiky sú uvedené v zátvorkách.
Závislá premenná je dynamika reálnej súkromnej spotreby.

a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonomné členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).

b - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelované hodnoty sú $\chi^2(3) = 7,81473$ v prípade (I.) a $\chi^2(1) = 3,84146$ v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.

Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodnej odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.

Zdroj: vlastné výpočty autora

Ako najmenej účinné vzhľadom na nekeynesiánsky efekt sa z odhadnutej rovnice javí byť zvyšovanie rozpočtových príjmov pri kontrakčných fiškálnych epizódach, ktoré je aj štatisticky nevýznamné. Pri analýze faktora veľkosti konsolidácie bola odhadnutá reakčná rovnica⁵ zobrazená v tabuľke č. 3. Z odhadnutého výstupu vyplýva, že koeficienty pri malých konsolidačných úrovniach sú výrazne štatisticky nevýznamné, a teda prevláda skôr keynesiánsky efekt, zatiaľ, čo pri výraznejších konsolidáciách sú predovšetkým na strane výdavkov koeficienty významné v troch odhadnutých výstupoch.

Tabuľka č. 3:

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (I.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta (a_0)	0.274202 (1.045589)	-0.874372*** (-1.610112)	-0.204361 (-0.157154)	-0.973136*** (-1.581229)	-0.623844 (-1.352877)
HDP (a_1)	0.939667* (17.31027)	1.221460* (9.171421)	1.045169* (3.082445)	1.250751* (8.177150)	1.171650* (10.56581)
RPRIJM (β_1)	-0.043650 (-0.553413)	-0.045488 (-0.548204)	-0.069501 (-0.848955)	-0.049434 (-0.659642)	-0.040066 (-0.490822)
RVYD (α_1)	0.129605*** (1.513221)	0.171033** (1.873943)	0.120500 (1.245552)	0.164318* (1.977186)	0.157174** (1.759015)
D_M*RPRIJM (β_{11})	0.376665 (0.364265)	0.801964 (0.734233)	0.891837 (0.840043)	0.809814 (0.824072)	0.595312 (0.554396)
D_M*RVYD (α_{11})	0.045862 (0.046155)	-0.099128 (-0.094998)	-0.209365 (-0.198714)	-0.058697 (-0.062427)	0.056460 (0.054910)
D_V*RPRIJM (β_{12})	0.156494 (0.822651)	0.261397 (1.251621)	0.345561*** (1.404392)	0.315884*** (1.597674)	0.246270 (1.229527)
D_V*RVYD (α_{12})	-0.179388 (-1.358784)	-0.232529** (-1.662067)	-0.175527 (-1.230399)	-0.221645** (-1.737515)	-0.209918*** (-1.530103)
R ²	0.543701	0.495417	0.615885	0.428252	0.511401
F-štatistika	43.91695	8.092231	5.660398	5.812142	10.71054
Hausmanov test ^a	*	38.36165	38.36165	38.36165	39.31165
Sarganov test ^b	*	4.59648	7.83381164	4.700871	0.718732
Počet pozorovaní	261	261	261	261	261

*, **, *** - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T štatistiky sú uvedené v zátvorkách.
Závislá premenná je dynamika reálnej súkromnej spotreby.
a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonómne členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).
b - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelované hodnoty sú $\chi^2(3) = 7,81473$ v prípade (I.) a $\chi^2(1) = 3,84146$ v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.
Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodnej odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.

Zdroj: vlastné výpočty autora

Pri analýze veľkosti zadlženia bola odhadnutá reakčná rovnica⁶ zobrazená v tabuľke č. 4. Z odhadnutej reakčnej rovnice vyplýva, že koeficienty pri konsolidačných epizódach s nízkou zadlženosťou verejného sektora sú štatisticky nevýznamné. Na druhej strane pri fiškálnych konsolidáciách s vyššou úrovňou zadlženosti verejného sektora vykazujú koeficienty znamienka typické pre nekeynesiánsky scenár a zároveň odhadnuté koeficienty vykazujú aj štatistickú významnosť. Nekeynesiánsky scenár tak má vyššiu tendenciu vyskytnúť sa pri fiškálnych konsolidačných epizódach s vyššou úrovňou zadlženia verejného sektora.

Tabuľka č. 4:

Premenná (koeficient)	OLS	2SLS (I.)	2SLS (I.) Spojený regresný model s fixnými efektmi	2SLS (I.) Spojený regresný model s náhodnými efektmi	2SLS (II.)
Konštanta (a_0)	0.135217 (0.367337)	-1.409066* (-2.778673)	-2.299306 (-1.432414)	-1.470782* (-2.702075)	-0.629871*** (-1.455184)
HDP (a_1)	0.957479* (10.24062)	1.352467* (10.19157)	1.560902* (3.948040)	1.367349* (9.664244)	1.159972* (10.17521)
RPRIJM (β_1)	-0.032517 (-0.365405)	-0.070714 (-0.760612)	-0.162641*** (-1.392734)	-0.078379 (-0.838468)	-0.046540 (-0.537154)
RVYD (α_1)	0.074273 (0.660419)	0.161271*** (1.490966)	0.290504** (1.875200)	0.171771*** (1.577565)	0.109591 (1.075538)
D_M_DEBT*RPRIJM (β_{11})	0.049625 (0.164864)	0.295660 (0.655554)	0.587397 (0.827626)	0.311127 (0.682886)	0.162345 (0.372731)
D_M_DEBT*RVYD (α_{11})	0.092403 (0.483367)	0.191150 (0.605338)	-0.005286 (-0.012954)	0.179880 (0.565446)	0.162909 (0.549968)
D_V_DEBT*RPRIJM (β_{12})	0.312129** (1.565726)	0.482721*** (1.459844)	0.871734*** (1.781475)	0.513355*** (1.512136)	0.455598*** (1.534096)
D_V_DEBT*RVYD (α_{12})	-0.475197* (-2.041151)	-0.766384* (-2.077002)	-1.064358* (-2.192766)	-0.792526* (-2.111574)	-0.517835*** (-1.554289)
UROC (a_2)	0.021183 (0.346308)	0.029416 (0.461868)	-0.005783 (-0.087714)	0.025666 (0.405199)	0.025483 (0.405348)
REER (a_3)	-0.090668** (-1.751098)	-0.093420** (-1.954058)	-0.093942*** (-1.458042)	-0.092058** (-1.920225)	-0.094820* (-2.017725)
R ²	0.567761	0.482525	0.541473	0.462249	0.545084
F-štatistika	30.06537	16.60088	6.012981	15.15047	12.47355
Hausmanov test ^a	*	27.52390	27.52390	27.52390	28.44258
Sarganov test ^b	*	5.22686	4.062768	5.174708	1.04976
Počet pozorovaní	212	212	212	212	212

*, **, *** - štatistická významnosť odhadu na úrovni 5%, 10%, 15%. T štatistiky sú uvedené v zátvorkách.
Závislá premenná je dynamika reálnej súkromnej spotreby.
a - Hausmanov test pre testovanie simultánnosti v modeli. Hypotéza o chýbnej špecifikácii modelu je zamietnutá na hranici 5%. Autonómne členy nie sú korelované s nezávislými vysvetľujúcimi premennými. (estimátor poskytuje nevychýlené a konzistentné odhady).
b - Sarganov test o nekorelovanosti inštrumentálnych premenných s náhodnou zložkou. Nulová hypotéza predpokladá že inštrumenty nie sú korelované s náhodnou zložkou. Tabelované hodnoty sú $\chi^2(3) = 7,81473$ v prípade (I.) a $\chi^2(1) = 3,84146$ v prípade (II.). Na hranici 5% nulová hypotéza nie je zamietnutá.
Ako inštrumentálne premenné boli v 2SLS použité v prípade (I.): konštanta, časovo oneskorené premenné reálnej súkromnej spotreby, spotreby vlády a investície, regresory a umelé premenné použité v rámci pôvodnej odhadnutej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend. V prípade (II.) boli ako inštrumentálne premenné použité konštanta, oneskorená premenná HDP, ostatné regresory a umelé premenné z pôvodnej rovnice (s výnimkou HDP) a časový trend.

Zdroj: vlastné výpočty autora

Z vykonanej analýzy vyplýva, že ako relevantné faktory zvyšujúce pravdepodobnosť a mieru nekeynesiánskeho scenára fiškálnej konsolidácie sa potvrdili: štruktúra fiškálnej konsolidácie, kompozícia fiškálnej konsolidácie, veľkosť fiškálnej konsolidácie, úroveň zadlženia verejného sektora. Najvyššiu účinnosť v rámci štruktúry vzhľadom na zvýšenie súkromnej spotreby pri analyzovaných konsolidačných epizódach malo zníženie bežných výdavkov (konkrétne na medzispotrebu), potom zvýšenie príjmov, konkrétne dane z príjmu právnických osôb a nakoniec najmenej účinné z pohľadu nekeynesiánskeho efektu bolo zní-

ženie kapitálových výdavkov. Zároveň aj kompozícia fiškálnych konsolidácií sa preukázala byť relevantným faktorom. V rámci analyzovaných konsolidačných fiškálnych epizód malo najúčinnejší nekeynesiánsky efekt znižovanie výdavkov pri expanzívnych fiškálnych konsolidačných epizódach, nasledované zvyšovaním príjmov v rámci expanzívnych konsolidačných epizód a následne znižovanie výdavkov v rámci kontrakčných fiškálnych epizód. Ako najmenej účinné vzhľadom na nekeynesiánsky efekt sa pri analyzovaných konsolidáciách ukázalo zvyšovanie rozpočtových príjmov pri kontrakčných fiškálnych epizódach. V rámci faktora veľkosti fiškálnej konsolidácie bolo identifikované, že nekeynesiánsky scenár má vyššiu tendenciu vyskytnúť sa pri výrazných konsolidačných

epizódach. Nekeynesiánsky scenár má zároveň vyššiu tendenciu vyskytnúť sa pri fiškálnych konsolidačných epizódach pri vyššej úrovni zadlženia verejného sektora, kým pri nízkych úrovniach zadlženia má tendenciu prevládať skôr keynesiánsky efekt.

Fiškálna konsolidácia verejných financií tak nutne nemusí znamenať negatívny impulz pre rast ekonomiky, ale za istých okolností môže ekonomický rast dokonca stimulovať.

Autorom článku je Ing. Karol Zelenák

*Študent doktorandského štúdia na Katedre Operačného
výskumu a ekonometrie,
FHI EU v Bratislave*

-
- ¹ ZELENÁK, K. 2012. Je možná nemonotónna reakcia ekonomiky na fiškálnu konsolidáciu? Finančný manažér: Slovenská asociácia podnikových finančníkov – Bratislava. 2012. roč. 12. č. 2. s. 7. ISSN 1335-5813
- ² Napríklad AFONSO, A. (2001), GIAVAZZI, F. – PAGANO, M. (1990) a (1996), GUIDICE, G. - TURRINI, A.- VELD, J.I. (2004), BLANCHARD O.- PEROTTI R. (2002) a ďalší.
- ³ Hoci aj zvyšné rozpočtové príjmy vykazujú tendenciu nekeynesiánskeho efektu, t.j. ich koeficienty β_{21} , β_{23} , β_{24} , β_{25} , sú v odhadnutej rovnici kladné, nakoľko nie sú štatisticky významné na požadovanej úrovni významnosti, tieto koeficienty nie sú ďalej interpretované ako hodnoverné výsledky.
- ⁴ Z identifikovaných 139 fiškálnych konsolidácií (definovaných ako zmena cyklicky očisteného primárneho deficitu) je 74 kontraktačného charakteru (vyššie konsolidačné úsilie na strane primárnych výdavkov) a 65 expanzívnych fiškálnych konsolidácií (vyššie konsolidačné úsilie na strane rozpočtových príjmov).
- ⁵ Umelé premenné v odhadnutej rovnici boli získané tak, že konsolidačné epizódy boli zoradené podľa veľkosti konsolidačného úsilia, pričom D_M prezentuje tretinu epizód s najnižším konsolidačným úsilím (do veľkosti konsolidácie 0,6% HDP) a D_V reprezentuje tretinu konsolidačných epizód s najvyšším konsolidačným úsilím (od 1,6% HDP).
- ⁶ Umelé premenné boli v reakčnej rovnici získané tak, že konsolidačné epizódy boli zoradené podľa veľkosti zadlženia verejného sektora, pričom D_M_DEBT prezentuje tretinu epizód s najnižším zadlžením verejného sektora (do 42,2% HDP) a D_V_DEBT reprezentuje tretinu konsolidačných epizód s najvyšším zadlžením verejného sektora (od 60% HDP).

Regulácia – nový fenomén?

Ľubor MALINA

Ak sa zamyslíme nad krátkou históriou finančných trhov v súčasnom ponímaní zistíme, že nikdy pred tým nebola ich regulácia predmetom záujmu širokej laickej verejnosti. Prečo? Ako zvyčajne dôvodov je hneď niekoľko a v tomto článku sa pokúsime načrtnúť niektoré z nich.

Keď v júli 2007 udelil britský regulačný orgán FSA¹ banke Northern Rock svoj súhlas s používaním najpokročilejších prístupov pre meranie kreditného a operačného rizika, pravdepodobne bolo len málo ľudí, ktorí predpokladali, že v o pár mesiacov táto banka v podstate skrachuje. Samozrejme že dôvodom jej krachu nebolo ani pokročilé ani vlastné meranie spomínaných rizík, ale jej obchodný model². Časovanie týchto udalostí bolo dosť nešťastné, pretože od 1. januára 2007 vstúpili do platnosti posledné ustanovenia regulácie známe pod názvom Bazilej 2³ (skrátene B2). Napriek dôkladnému vyšetrovaniu dolnej komory britského parlamentu, ktoré identifikovalo viaceré dôvody a závažné pochybenia štátnych orgánov (FSA aj Bank of England) pri riešení jej ťažkostí, v očiach verejnosti sa B2 profiloval ako jeden z hlavných vinníkov krízy. Pre obranu Bazileja 2 a korektnosť argumentácie, treba uviesť niekoľko faktov. Samotná regulácia predpisuje metódy stanovenia a veľkosť požiadavky na potrebné vlastné zdroje, ktoré majú pokrývať len vybrané a najvýznamnejšie riziká a medzi nimi už spomínané kreditné a operačné riziko. Napriek tomu medzi jej kvalitatívnymi požiadavkami sú aj požiadavky na riadenie (tj. nielen identifikáciu ale aj zmierňovanie) všetkých významných rizík. Preto pri posudzovaní celkového spôsobu riadenia rizík v banke, v rámci procesu udeľovania súhlasu s používaním pokročilých spôsobov merania kreditného a operačného rizika, bolo potrebné posúdiť aj riziká plynúce zo zvoleného obchodného modelu a spôsob ich riadenia. Problémom teda nebola

samotná regulácia ale spôsob výkonu dohľadu a v tomto prípade prístup ku preverovaniu splnenia požiadaviek regulácie.

Z vyššie uvedeného vyplýva jeden dôležitý záver: samotná regulácia tj. súhrn požiadaviek na spôsob fungovania jednotlivých inštitúcií systému a systému samotného, je len jednou z príčin konkrétnej udalosti. Prinajmenšom rovnako významným a pravdepodobne najvýznamnejším faktorom je spôsob jej aplikácie tj. akým spôsobom sa splnenie predpísaných požiadaviek naplňa. Bazilej 2 je vo veľkej miere založený na princípe „*comply or explain*“, voľne preložené „použi predpísaný možný spôsob splnenia požiadavky alebo vysvetli prečo zvolený spôsob ju naplňa“. Tento prístup ku preverovaniu splnenia predpísanej požiadavky ale vyžaduje schopnosť argumentácie a expertnú znalosť problematiky zo strany pracovníkov regulačného orgánu. Aj v minulosti sme boli svedkami toho, že čím sú pracovníci neskúsenejší a čím menej sú expertmi v problematike, tým podrobnejší je popis toho, čo si regulačný orgán pod splnením všeobecnej požiadavky predstavuje. To samozrejme vedie ku formálnemu prístupu preverovania a nesprávnemu ohodnoteniu či prehliadnutiu skrytých rizík.

Dôsledkom vyššie popísanej situácie je riziko, že veľká časť klientov finančných inštitúcií príde o svoje investované peniaze. Súčasne pri riešení akejkoľvek krízy príde ku momentu, že jej riešenie si vyžaduje väčšiu alebo menšiu investíciu zo strany verejných rozpočtov tj. daňových poplatníkov. A to je moment kedy doteraz interný problém finančného sektora sa stáva problémom voliča a teda politiky a jej predstaviteľov. V správe o príčinách a spôsobe riešenia krízy spôsobenej ťažkosťami banky Northern Rock sa uvádza⁴ veľmi jednoduchý princíp, ktorý je potrebné rešpektovať pri riešení

akejkoľvek krízy. Jednotlivé regulačné orgány konajú v rámci svojich kompetencií samostatne alebo v súčinnosti. V momente ak by malo prísť ku požitiu peňazí daňových poplatníkov, prechádza rozhodovacia právomoc na ministra, ktorý má politickú zodpovednosť za ich použitie.

Nie je teda prekvapujúce, že v momente keď dôsledkom či už zlyhania alebo aplikácie regulácie je použitie peňazí daňových poplatníkov, začína byť samotná regulácia predmetom politického záujmu. A to je presne to, čo sa stalo ako dôsledok poslednej krízy vo finančnom sektore.

Bazilej 3 – iba ďalšia z regulácií alebo zásadná zmena prístupu?

Nie je bez zaujímavosti ak si uvedomíme čas ktorý uplynul medzi prijatím jednotlivých významných zmien v regulácii bankového a finančného trhu. Prvá moderná a komplexná regulácia v bankovom sektore bola prijatá BCBS⁵ v roku 1989 a je známa pod kryptonymom Bazilej 1. V roku 1996 nasledovala regulácia trhových rizík a investičných firiem. V roku 2004 tj. po 15 rokoch intenzívnych prác expertov bola prijatá regulácia známa ako Bazilej 2 (skrátene B2). V EU bola implementovaná prostredníctvom smernice CRD v roku 2006.

Ako odpoveď na globálnu krízu bola Bazilejským výborom v roku 2011 prijatá nová regulácia všeobecne nazývaná Bazilej 3⁶ (skrátene B3). V EU prijala Komisia 20. júla 2011 návrh⁷ na zásadnú zmenu doterajšej regulácie tj. smernice CRD a táto regulácia by mala byť implementovaná od roku 2013. Na rozdiel od oboch predchádzajúcich regulácií bola prijatá nielen v extrémne krátkom čase, ale aj pod silným politickým tlakom. Je zaujímavé, že napríklad publikované dopadové štúdie, ktorých cieľom je kvantifikovať dopad novej regulácie na bankový sektor, sa rozchádzajú v prezentovaných číslach. Ak sa na nich pozrieme podrobnejšie, vidíme, že vychádzajú z rôznych počiatočných predpokladov, ale jedno majú spoločné. Žiadna z nich neberie dôsledne do úvahy, že finančné inštitúcie nebudú staticky prijímať zavádzané regulačné ohraničenia, ale svoje obchodné modely a každodennú činnosť budú pružne prispôsobovať meniacim sa podmienkam.

Už pri prijímaní regulácie B2 sa ukázala snaha politických orgánov o výraznejšie ovplyvňovanie návrhov na zmenu regulácie. Znáмым je postoj

amerického Kongresu a jeho dôsledkom je, že B2 nebol nikdy plne implementovaný v USA.

Ak zhrnieme to čo sme uviedli vyššie, existuje zásadný rozdiel medzi B3 a predchádzajúcimi reguláciami. Zatiaľ čo doteraz boli zmeny v regulácii dôsledkom požiadaviek z trhu a boli pripravované prostredníctvom širokého expertného zázemia, kde politika sa zúčastňovala na jej tvorbe až v záverečnej etape prípravy, navrhovaná regulácia vzniká na priamu objednávku politických predstaviteľov. Čo nemusí byť na prekážku, pokiaľ sa venuje dost času na preskúmanie potenciálnych dopadov na ekonomiku. Pokúsime sa ukázať, že to tak v prípade B3 zatiaľ nie je a ide o dosť nebezpečný experiment práve s ekonomickými dopadmi.

Text a zvolený prístup ku B3 sa vo veľkej miere opiera o tzv. de Larosiere-ovu zprávu⁸ o stave a spôsoboch posilnenia dohľadu nad finančným systémom v EU. Táto skupina ôsmich expertov bola poverená predsedom Komisie EU v októbri 2008 vypracovaním predloženej správy. Išlo o jednu z prvých reakcií na globálnu finančnú krízu, ktorá ťažko zasiahla práve EU. V úvode sa prehľadným spôsobom uvádza zoznam najvýznamnejších problémov, ktoré trápia EU:

- EU má problémy
- ekonomická kríza
- vysoká nezamestnanosť
- vysoké investície štátu do stabilizácie finančných systémov – dlhy ktoré musia splatiť budúce generácie
- finančná regulácia a dohľad boli príliš slabé alebo poskytovali zlé motivácie. Globálne trhy podporili šírenie nákazy a neprehľadnosť a komplexnosť nástrojov to urobila ešte horším.
- Náprava je urýchlene potrebná a nevyhnutná.
- Akcia musí byť na všetkých úrovniach – globálnej, EU a národných úrovniach a v celom finančnom sektore.

V EU je implementácia B3 prostredníctvom CRD II, III a IV⁹ práve reakciou na tieto identifikované problémy. Takže aké základné kamene na vybudovanie riešenia identifikovaných problémov boli použité?

Prvým je základná zmena právnej koncepcie tvorby regulácie v EU. Na rozdiel od predchádzajúceho prístupu, keď reguláciu upravovali smernice

a teda bola potreba ich implementácie do každej národnej legislatívy členského štátu, bola zvolená dvojica: smernica a regulácia. Regulácia má priamy právny účinok a teda je záväzná tak ako je (bez potreby národnej implementácie) pre všetky členské štáty. Vzniká tzv. *single rule book*, tj. jednotný súbor technických pravidiel pre celú EU. Toto je výsledkom požiadaviek mnohých bankových skupín, ktorých skúsenosť s národnými regulátormi nebola vždy pozitívna. Dochádzalo ku rôznej interpretácii toho istého požiadavku a niekedy to dosť podstatne bránilo uplatňovaniu jednotného prístupu v rámci bankovej skupiny. Pri neochote národného regulátora ustúpiť zo svojej interpretácie najmä kvalitatívnych požiadaviek to bola dosť vážna prekážka a je na zváženie či táto neochota býva vždy podložená racionálnymi argumentmi.

Samotná smernica je pomerne stručným súhrnom všeobecných princípov podnikania úverových inštitúcií (finančných) a pri najmenšej známke technickej požiadavky je splnomocňovacie ustanovenie pre Komisiu na vydanie právne záväznej interpretácie. Hoci sa príprava technického podkladu zveruje novovytvorenému orgánu celoeurópskeho dohľadu EBA¹⁰ a prostredníctvom jej pracovných skupín aj členským štátom, Komisia nie je povinná akceptovať navrhnutú interpretáciu. Okrem toho takýchto miest je niekoľko desiatok a musia byť prijaté v podstate okamžite. Je ťažko predstaviteľné, že navrhnuté usmernenia prejdú dostatočne širokou diskusiou, tak aby boli minimalizované negatívne dopady prijatých interpretácií. Vzniká tak veľmi silný administratívny nástroj, ktorý na jednej strane značí veľkú centralizáciu prístupov a na druhú stranu centralizáciu kompetencií. Kľúčovým faktorom je, že EU regulácia sa týka všetkých úverových a všeobecne finančných inštitúcií. Je na zváženie aký bude ekonomický dopad tohto prístupu a čo je vytvorený dostatočný priestor na rešpektovanie ekonomickej reality všetkých typov inštitúcií.

Druhým základným kameňom nápravy je súbor administratívnych opatrení v oblasti kapitálu resp. vlastných zdrojov. Ide v pravom slova zmysle o administratívne opatrenia, pretože nebola prezentovaná žiadna skutočne relevantná analýza, ktorá by zdôvodnila konkrétnu voľbu kvantitatívnych ukazovateľov. Medzi takéto opatrenia patrí:

- ohraničenia možnosti distribúcie vytvoreného zisku v závislosti od veľkosti miery pokrytia regulačných rizík¹¹;
- zrušenie časti vlastných zdrojov nazývaných Tier 3 a možnosti ich použitia na krytie regulačných rizík;
- zvýšenie miery pokrytia regulačných rizík;
- kvantitatívne limity na tzv. koeficienty likvidity¹²;
- finančná páka¹³.

Ohraničenia možnosti distribúcie vytvoreného zisku v závislosti od veľkosti miery pokrytia regulačných rizík je čisté administratívne opatrenie a je priamym zásahom do vlastníckych práv. Jeho cieľom je snaha štátu aby regulované inštitúcie, v tomto prípade banky, stanovenou mierou dopĺňali svoje vlastné zdroje z vytvoreného zisku a až po jej naplnení môžu nakladať so svojím majetkom. Toto núdzové opatrenie je reakciou na spôsob odmeňovania niektorých špičkových manažérov v minulosti a samo o sebe je odrazom morálneho názoru súčasnej politiky. Neexistuje relevantný dôkaz, že vysoké odmeny manažérom boli príčinou ekonomických ťažkostí.

Zrušenie „investičnej“ časti vlastných zdrojov Tier 3, je ďalším z administratívnych opatrení, ktoré má priamy dopad na obchodný model inštitúcie. Účelom vlastných zdrojov kategórie Tier 3 pri jej zavedení v regulácii z roku 1996, bolo najmä pokrytie trhového rizika z expozícií vytváraných investičnou činnosťou finančnej inštitúcie. Zrušenie tejto časti vlastných zdrojov bude mať pravdepodobne za následok odklon od finančných inštitúcií všeobecného typu a návrat ku deleniu na klasické (rozumej úverové) bankovníctvo a investičné bankovníctvo.

Zvýšenie miery pokrytia regulačných rizík je súčasť politických opatrení a napriek jej zdanlivej oprávnenosti v krízovom a pokrízovom období, je treba sa na toto opatrenie pozrieť bez emócií. Základná chyba, ktorej sa laická verejnosť dopúšťa pri posudzovaní požiadavky na pokrytie rizík je v samotnom jej názve. Primárnym cieľom takýchto opatrení nie je pokrytie strát z podstúpeného rizika, ale ohraničenie expozícií voči rizikám a najmä kreditnému riziku. Pokiaľ sa takéto opatrenia prijímajú v časovom tlaku a bez analýzy reálnych dopadov, ich aplikácia vedie ku nepredvídaným efektom. Pozrime sa na to bližšie. Je všeobecne známe, že súčasné obdobie sa vyznačuje vysokým nedostatkom voľného kapitálu. Ak sa teda politická moc rozhodne zvýšiť regulačnú požiadavku

na vlastné zdroje, iba malá časť potrebného nového kapitálu sa dá získať z voľných zdrojov. Finančná inštitúcia má v podstate len dve možnosti. Buď znížiť objem expozícií voči danému typu rizika alebo znížiť objem tých svojich investícií, ktoré sa od jej kapitálu odpočítavajú. Pri výbere prvej možnosti dochádza ku zníženiu najmä úverovej kapacity s priamym dopadom na ekonomiku. Samozrejme, že s tým súvisí vyžadovanie kvalitnejšieho kolaterálu a znižovanie najrizikovejších expozícií. V preklade to značí, že malé a stredné podniky, nehovoriac o živnostníkoch, môžu byť odrezaní od zdrojov nielen pre investovanie, ale aj pre bežnú prevádzku. Druhou možnosťou je znižovanie investícií do dcérskych spoločností a teda to, čoho sme dnes už svedkami vo forme predaja zahraničných dcérskych spoločností bankovej skupiny novým investorom.

Kvantitatívne ohraničenia tzv. koeficientov likvidity sú pravidelnou súčasťou nástrojov regulácie. Samy o sebe nie sú škodlivé, pretože poskytujú akýsi obraz o momentálnej situácii. Ale rozhodne nie sú nástrojmi riadenia likvidity. Ich podstatou je snaha o porovnanie časového profilu na strane zdrojov aj ich použitia. Samozrejme, že ideálne by bolo ak by neexistoval časový nesúlad a napríklad 10 ročný hypotekárny úver by bol plne krytý termínovaným vkladom na 10 rokov. To je ideál, realita je taká, že najväčšia čas vkladov je okolo 6 mesiacov aj keď veľká časť z nich je revolvingového charakteru. Riziko likvidity je asi najťažšie kvantifikovateľné riziko, preto aj nedávna doba ukázala, že môže závisieť na iracionálnych skutočnostiach a náladách. Pokus o jeho meranie prostredníctvom koeficientov likvidity bol vždy neúspešný. Navyše skrýva v sebe veľké nebezpečenstvo uspokojenia sa, bez snahy o poznanie reality. „Dobrá“ hodnota predpísaného koeficientu likvidity nikdy neznamenala bezrizikové chovanie v oblasti likvidity.

Pôvodne sa bazilejský návrh zameral iba na akýsi občiansky preukaz (*Identity card*) likvidity a jeho snahou bolo poskytnúť spoločnú základňu pre určenie jednotlivých prvkov koeficientov likvidity. Tým by bolo umožnené porovnávanie nielen cez hranice štátov ale aj inštitúcií. Bohužiaľ v návrhu novej smernice a regulácie v EÚ sa pridala hraničná hodnota koeficientov a z „občianskeho preukazu“ sa stal formálny nástroj. Jednotlivé koeficienty vrátane ich hodnoty sa stali súčasťou regulácie a každá ich zmena bude vy-

žadovať mnohohesačné úsilie a v momente jej prijatia bude už neaktuálna. Celá táto rigidnosť je v príkrom rozpore so základnou charakteristikou rizika likvidity, ktorou je jeho vysoká volatilita.

Finančná páka je podľa nášho názoru najkritickejší administratívny opatrením s neodhadnuteľnými ekonomickými dôsledkami. Okrem toho, že je v príkrom rozpore s deklarovanou snahou regulácie „o rizikovo citlivý“ prístup, má aj priamy dopad na ekonomickú podstatu samotnej finančnej inštitúcie. Malý príklad nám priblíži situáciu. Predpokladajme, že regulácia bude požadovať, aby objem aktív bol krytý minimálne z 3% kapitálom finančnej inštitúcie. Uvažujme finančnú inštitúciu s kapitálom 30 mil. Potom regulácia jej umožňuje maximálne 1 000 mil v úveroch. Obvyklá čistá marža v tejto činnosti je okolo 3% tj. inštitúcia má ročný výnos asi 30 mil. Nie všetky úvery sú však splácané a pre jednoduchosť predpokladajme, že nesplácaných je 5% a úroková sadzba na úvery je 10%, to značí výpadok ročne 5 mil. Avšak na tieto výpadky je potrebné vytvoriť opravné položky povedzme v rovnakej miere ako je výpadok výnosu tj. 5 mil. V najhoršom prípade a to je prípad napríklad obdobia ekonomickej krízy, je nesplácaných a nedobytných 50 mil. v úveroch. Ale inštitúcii v najlepšom prípade ostane výnos – opravná položka – výpadok výnosu tj. 20 mil. A máme problém. Nie sú zaplatené mzdy zamestnancov, nie sú vytvorené dostatočné opravné položky, nie je pokrytá prevádzka, nehovoriac o rozvoji inštitúcie. Dôsledok? Zavedením finančnej páky sú malé finančné inštitúcie pravdepodobne odsúdené na zánik. Ako sa v takomto prípade bude financovať drobný podnikateľský sektor, akým spôsobom ukončia svoju činnosť malé finančné inštitúcie (bankrot, fúzia) a kto bude do nich investovať je už problémom pre celú ekonomiku?

Ak zhrnieme to čo bolo uvedené vyššie, jednoducho pridáme ku niekoľkým záverom. Pripravovaná regulácia je výsledkom spoločenskej objednávky voličov. Táto spoločenská objednávka vznikla na základe globálnej krízy, ktorej spúšťačim mechanizmom bola hypotekárna kríza, spojené so zvoleným obchodným modelom financovania úverovej expanzie. Navrhované opatrenia, ktoré sú postupne uvádzané do praxe, sú prevažne administratívne opatrenia, ktorým nepredchádzala ani dôkladná diskusia expertov ani relevantné analýzy možných dopadov jednotlivých opatrení. Navyše sa používajú nástroje, ktorých pri-

merané uplatňovanie bude vyžadovať vysokú mieru expertných znalostí a „ekonomického citu“ zo stany kompetentných orgánov. Toto všetko nápadne pripomína experimenty s ekonomikou z nedávnej minulosti a pokiaľ nebudú nastavené citlivé indikátory reálnych ekonomických dopadov a spätná väzba pre okamžitú nápravu a zmiernenie nepriaznivého vývoja, môže tento pokus skončiť ešte hlbšou ekonomickou krízou aká bola tá, ktorá to všetko spustila.

*Autorom článku je RNDr. Ing. Lubor Malina, CSc.
Výkonný riaditeľ poradenskej spoločnosti pre bankovú
a finančnú reguláciu spoločnosti em-fin, s.r.o.*

¹ Financial Services Authority – orgán dohľadu nad inštitúciami finančného sektora vo Veľkej Británii.

² Banka bola zameraná najmä na poskytovanie hypotekárnych úverov. Avšak zdrojom ich financovania neboli prevažne vklady, ale predaj poskytnutých úverov na sekundárnom trhu. Podoba s pyramídovými hrami iste nie je náhodná.

³ V EU implementované prostredníctvom smerníc 2006/48/EC a 2006/49/EC známych pod súhrnným názvom *Capital Requirement Directive* (CRD)

⁴ House of Commons Treasury Committee The run on the Rock Fifth Report of Session 2007–08
<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmsselect/cmtreasy>

⁵ Basel Committee on Banking Supervision v súčasnosti tvorený predstaviteľmi bankových dohľadov z krajín: Argentina, Australia, Belgium, Brazil, Canada, China, France, Germany, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Mexico, the Netherlands, Russia, Saudi Arabia, Singapore, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, the United Kingdom a USA.

⁶ Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011

⁷ Je známa aj pod názvom CRD IV

⁸ The High-Level group on financial supervision in the EU chaired by Jaques de Larosiere, Report, Brussel 25 February 2009 pozri http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

⁹ pozri http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_en.htm

¹⁰ European Banking Authority

¹¹ Regulačnými rizikami nazveme tie riziká ku ktorým regulácia stanovuje kapitálovú požiadavku. Ide najmä o kreditné, trhové a operačné riziko.

¹² LCR liquidity coverage ratio a NSFR net stable funding ratio

¹³ leverage ratio

Spoločný konsolidovaný základ dane pre podniky

Tomáš DOMONKOS – Miroslava DOLINAJCOVÁ

Cieľom tohto príspevku je priblížiť dlho diskutovanú tému spoločného konsolidovaného základu dane z príjmov právnických osôb (CCCTB)¹ ako na úrovni EÚ tak aj na úrovni jednotlivých členských krajín. CCCTB je systém spoločných pravidiel výpočtu základu dane pre spoločnosti, ktoré sú daňovými rezidentmi v EÚ a pre pobočky spoločností tretích krajín nachádzajúce sa v EÚ. V tomto článku si priblížime mechanizmus alokácie konsolidovaného základu dane. Budeme analyzovať potenciálne dôsledky návrhu smernice a hlavne časti konsolidácie na príjmy štátneho rozpočtu SR.

Úvod

Po dlhoročných prípravách, Európska komisia v marci 2011 predstavila návrh smernice rady č. COM(2011) 121/4 o spoločnom konsolidovanom základe dani. Ak by sa smernica uviedla do praxe, tak podniky pôsobiace v krajinách Európskej únie by mohli byť zdaňované zvlášť v každom členskom štáte, ako to prebieha v súčasnosti alebo by mohli využívať túto nadnárodnú reguláciu o cezhraničnej konsolidácii základu dane. V prípade podnikov s cezhraničnou aktivitou spoločný konsolidovaný základ dane bude následne prerozdelený medzi členské štáty, v ktorých podnik pôsobí. Spôsob prerozdelenia sa navrhuje realizovať na základe kľúča, ktorý berie do úvahy obrat, aktíva a faktor práce. Smernica navrhuje zmenu spôsobu výpočtu základu dane, ktorá by mala byť rovnaká naprieč celou EÚ avšak stanovenie výšky daňovej sadzby by ostala naďalej v kompetencii členského štátu. Predložený článok si kladie za cieľ predstaviť a diskutovať problematiku spoločnej smernice o konsolidovanom daňovom základe pre podniky a podnietiť širokú diskusiu na túto tému, aby Slovenská spoločnosť mohla čo najviac využiť výhody a vyhnúť sa rizikám smernice ak by sa implementovala do praxe. V pred-

loženom článku nemáme ambície analyzovať vplyv zmien účtovných pravidiel, ale vplyv zmeny spôsobu alokácie konsolidovaného základu dane na základe navrhovaného trojfaktorového kľúča a jej vplyv na potenciálne daňové príjmy rozpočtu SR.

1. Podstata smernice o spoločnom konsolidovanom základe daní podnikov

Hlavná myšlienka návrhu smernice rady o spoločnom konsolidovanom základe dani pre podniky je zavedenie jednotného spôsobu výpočtu daňového základu naprieč EÚ pre podniky, ktoré podliehajú pod daňovú povinnosť v niektorom z členských štátov. Konsolidácia v tomto prípade znamená, že sa vypočíta jeden spoločný základ dane pre celý koncern, resp. ak podnik pôsobí aj mimo EÚ, tak pre časť koncernu pôsobiaceho v rámci EÚ. Tento systém by mal byť voliteľný ako pre veľké nadnárodné korporácie, tak aj pre malé a stredné podniky. O spôsobe implementácie smernice sa vedie dlhoročná diskusia, pričom komisia v súčasnom štádiu navrhuje, aby systém bol voliteľný pre podniky. Takéto nastavenie systému nie je jediným možným spôsobom jeho implementácie. Samotná Európska komisia uvádza štyri možné scenáre uvedenia smernice do praxe:

1. Voliteľný systém spoločného základu dane pre podniky (voliteľný CCTB):

ide o možnosť voliteľného spoločného základu dane z príjmov právnických osôb, t.j. spoločností, ktoré sú rezidentmi v EÚ², by mali možnosť počítať svoj základ dane na celom území EÚ podľa súboru spoločných pravidiel a nie podľa pravidiel niektorého z 27 vnútroštátnych daňových systémov. Rovnako by systém nezahŕňal konsolidáciu daňových výsledkov, preto by sa vnútro skupinové transakcie naďalej „účtovali oddelene“³.

2. Povinný systém spoločného základu dane pre podniky(povinný CCTB):

znamená, že všetky spôsobilé spoločnosti, ktoré sú rezidentmi v EÚ, by boli povinné počítať svoj základ dane podľa jedného súboru spoločných pravidiel Únie to znamená, že tieto pravidlá by nahradili súčasných 27 vnútroštátnych systémov. Bez konsolidácie by sa zisky vo vnútro skupinových transakciách pridelovali na základe „oddeleného účtovníctva“

3. Voliteľný systém spoločného konsolidovaného základu dane pre podniky(voliteľný CCCTB):

predstavoval by súbor spoločných pravidiel, ktorým by sa ustanovil konsolidovaný základ dane platný pre celú EÚ, bol by len alternatívou k súčasným 27 vnútroštátnym systémom dane z príjmov právnických osôb a k „oddelenému účtovníctvu“ pri pridelovaní príjmov medzi pridruženými podnikmi. Daňové výsledky každého člena skupiny by sa spočítali do jedného konsolidovaného základu dane a následne prerozdeleni prostredníctvom vopred určeného mechanizmu rozdeľovania na základe stanoveného vzorca.

4. Povinný systém spoločného konsolidovaného základu dane pre podniky(povinný CCCTB):

spoločnosti, ktoré sú rezidentom v EÚ, resp. ich stále prevádzkarne situované v EÚ vo vlastníctve spoločností, by museli povinne uplatňovať pravidlá CCCTB, ak by spĺňali požiadavky oprávnenosti na vytvorenie skupiny

Tabuľka 1

Možnosti voľby CCTB a CCCTB

Potenciálne implementácie systému	Zavedenie systému	
	Dobrovoľný	Povinný
CCTB	Dobrovoľný	Povinný
CCCTB	Dobrovoľný	Povinný

Vzorec: (1.1)

$$Dan_zaklad_A = \left[\frac{1}{k} \left(\frac{Obrat^A}{Obrat_{skupina}} \right)^{\frac{1}{3}} + \frac{1}{l} \left(\frac{1}{2} \frac{Mzda^A}{Mzda_{skupina}} + \frac{1}{2} \frac{Poc_zame^A}{Poc_zame_{skupina}} \right)^{\frac{1}{3}} + \frac{1}{m} \left(\frac{Aktiva^A}{Aktiva_{skupina}} \right)^{\frac{1}{3}} \right] * CCCTB$$

2. Mechanizmus alokácie konsolidovaného základu dane.

Mechanizmus alokácie konsolidovaného základu dane patrí medzi kľúčové body smernice. Smernica navrhuje konsolidovaný základ dane konkrétneho daňového subjektu každý daňový rok prerozdeliť medzi členské štáty, kde daňový subjekt vykonáva svoje aktivity. Toto prerozdelenie by sa malo riadiť vzorcom ktorý sa skladá z troch faktorov, ktoré sú: práca, aktíva a obrat. Pri určovaní prisúdeného podielu pre členský štát A má vzorec túto podobu, pričom faktory obrat, práca a aktíva majú rovnakú váhu:

Vid' Vzorec: (1.1)

kde

(1.2)

$$\frac{1}{k} + \frac{1}{l} + \frac{1}{m} = 1; \quad k = l = m = 3.$$

Obsah jednotlivých faktorov, ktoré sú obsiahnuté vo vzorci sú takéto:

Faktor obrat resp. predaj:

Tento faktor pozostáva z celkového obratu člena skupiny, ktorý je uvedený ako čitateľ a celkového obratu skupiny uvedeného ako menovateľ. Obratom sa chápe zmena výnosov zo všetkých predajov tovaru a poskytovania služieb po zľave a vrátení tovaru bez dane z pridanej hodnoty a iných daní a poplatkov. Faktor obrat neobsahuje oslobodený príjem, úroky, dividendy, licenčné poplatky a výnosy z odpredaja dlhodobého majetku. Môžu však byť do tohto faktora zahrnuté pokiaľ sú príjmom získaným z bežnej obchodnej alebo podnikateľskej činnosti.

Faktor aktíva:

Faktor aktíva je tvorený priemernou hodnotou všetkých stálych aktív, ktoré sú vo vlastníctve resp. v prenájme alebo ich má člen skupiny na lízing. Táto hodnota aktív sa pre jedného člena skupiny nachádza vo vzorci ako čitateľ. V menovateli sa nachádza priemerná hodnota všetkých stálych aktív vo vlastníctve

skupiny. Zaujímavosťou toho faktora je, že počas piatich rokov po vstupe daňovníka do už existujúcej respektíve do novej skupiny, tento faktor aktíva okrem už vymenovaných zložiek zahŕňa aj celkovú sumu nákladov, ktoré boli vynaložené na výskum, vývoj a marketing a reklamu, ktoré mu vznikli počas šiestich rokov pred jeho vstupom do skupiny.

Faktor práca:

Jednu polovicu faktora práca tvorí celkový objem miezd člena skupiny. Tento objem je vo vzorci uvedený ako čitateľ. Do menovateľa sa uvádza celkový objem miezd za celú skupinu. Druhá polovica faktora práca je tvorená počtom zamestnancov člena skupiny v čitateli a celkovým počtom zamestnancov za celú skupinu uvedeným v menovateli. V prípade, že by vo faktore práca pre člena skupiny bol zahrnutý len jeden zamestnanec objem miezd by sa pre tohto zamestnanca rovnako pridelil k faktoru práca predmetného člena skupiny. Počet zamestnancov je potrebné zisťovať na konci každého daňového roka. Do mzdy sa podľa smernice KOM(2011) 121/4 článok 91 odsek 5 zahŕňajú náklady na platy, mzdy, prémie a všetky ostatné formy náhrad zamestnancom vrátane nákladov súvisiacich s dôchodkami a sociálnym zabezpečením, ktoré znáša zamestnávateľ.

Charakterizovaný mechanizmus alokácie konsolidovaného základu dane, je definovaný vo všeobecných zásadách uvedených už v spomínanej smernici KOM(2011). Táto smernica obsahuje aj tzv. ochrannú doložku, ktorá popisuje výnimku z pravidla. Ak sa hlavný daňovník alebo príslušný orgán domnieva, že výsledok prisúdenia základu dane členovi skupiny primerane nezodpovedá rozsahu jeho podnikateľských činností, hlavný daňovník alebo príslušný orgán môže za mimoriadnych okolností požiadať o použitie alternatívnej metódy. Členský štát hlavného daňového orgánu informuje Komisiu o používanej alternatívnej metóde.

Výpočet konsolidovaných zdaniteľných príjmov a prerozdelenie daňového základu sa bude počítať na ročnej báze. V prípade pozitívneho konsolidovaného základu dane sa zúčtuje v danom období. Negatívny výsledok sa preniesie do budúcich období bez časového obmedzenia a bude započítaný ako strata. Výpočet daňového základu sa bude konať iba v jednom členskom štáte, a potom sa táto daň bude prerozdeľovať do iných členských štátoch, kde daná

skupina vykazuje svoju činnosť. Ak sa nejaká spoločnosť bude pripájať alebo odpájať od skupiny, tak jej základ bude zarátaný za obdobie kedy bola členom skupiny.

Do predloženej analýzy sme zahrnuli základnú vzorku spoločností, ktorá bola zložená z jedenástich veľkých medzinárodných spoločností s pobočkami na Slovensku, a ktoré môžu potenciálne pristúpiť k uplatňovaniu systému CCCTB. Ide o spoločnosti prevažne priemyselného charakteru (Volkswagen Slovensko, Slovnaft, Slovenské elektrárne, PCA Slovensko, Mondi SCP, Whirlpool Slovensko, OMV Slovensko, Siemens Slovensko), tri spoločnosti sú spoločnosti zaoberajúce sa poskytovaním služieb (Slovenská Telekom, Orange Slovensko, Slovenská sporiteľňa).

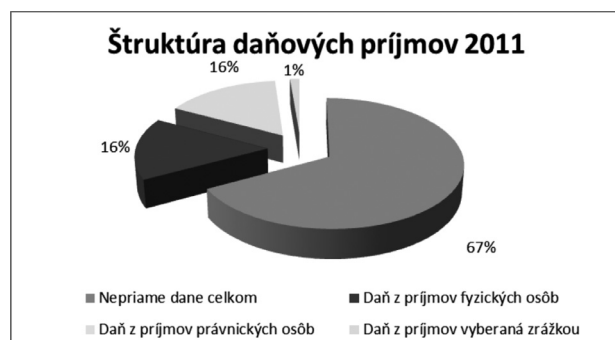
Údaje, ktoré boli potrebné na vytvorenie našej analýzy sme získavali predovšetkým zo záverečných správ uvedených spoločností. Tieto údaje však boli k dispozícii len v obmedzenom množstve a uverejňovanie týchto údajov nie je nijak harmonizované v rámci Európskej únie. Hlavným problémom bolo určenie konsolidovaného daňového základu. Ďalší problém bol v rozdielnom prístupe k pravidlám uplatnenia odpočítateľných a pripočítateľných položiek. Ako daňový základ pre súčasný systém sme použili tzv. hrubý základ, bez uplatnenia odpočítateľných a pripočítateľných položiek. Tento prístup bol motivovaný z dôvodu, že smernica mení pravidlá v tejto oblasti a ich prepočty by boli v súčasnom štádiu veľmi ťažko realizovateľné. Z toho dôvodu sa nám zdalo vhodnejšie použiť základ dane bez uplatnenia odpočítateľných a pripočítateľných položiek. Údaje, ktoré boli použité na analýzy boli tržby, počet zamestnancov, výška miezd a majetku pre každú spoločnosť v rámci Slovenskej republiky a na úrovni EÚ na obdobie rokov 2009 - 2010. Mzdy sme vypočítali ako počet zamestnancov prenášobných priemerným príjmom v SR resp. v EÚ podľa Pirvu et al. (2011). Preto je potrebné mať tieto nedostatky na pamäti pri interpretácii výsledkov, ktoré majú viac naznačovať pravdepodobný budúci trend než konkrétne hodnoty.

3. Výsledky analýzy

Daňové príjmy tvoria hlavnú časť zdrojov štátneho rozpočtu (Graf 1 prezentuje, štruktúru daňových príjmov SR). Najvyšší podiel na výbere daní tvoria nepriame dane, v roku 2011 to bolo až 67 % daňových príjmov. Identicky, 16 % daňových príjmov pochá-

dzalo z príjmov právnických osôb a z príjmov fyzických osôb. Daň z príjmov vyberaná zrážkou tvorila marginálnu časť daňových príjmov na úrovni 1 %. Daň z príjmov právnických osôb tvorí šestinú daňových príjmov štátneho rozpočtu, čo môžeme považovať za významný podiel a preto zmeny v jej výške môžu významným spôsobom determinovať hospodárenie štátu.

Graf 1 Štruktúra daňových príjmov za rok 2011



Zdroj: MFSR

Pre účely predloženej analýzy bolo potrebné najprv určiť hrubý základ dane pre podniky z analyzovanej vzorky, ktorý bol zverejnený vo výročných správach. Následne, pomocou prerozdeľovacieho kľúča a konsolidovaného základu dane z výročných správ vypočítať daňový základ na základe metodiky CCCTB, ktorý by z celkového konsolidovaného základu koncernu pripadol SR.

Tabuľka 2 Daň zaplatená v rámci súčasného systému a daň zaplatená na základe CCCTB

		Výška dane - Starý systém		Výška dane – CCCTB systém	
		2009	2010	2009	2010
1	Volkswagen Slovakia, Bratislava	14 052 210 €	17 485 510 €	4 406 724 €	31 158 727 €
2	Slovnaft, Bratislava	0 €	11 277 640 €	22 102 635 €	17 029 717 €
3	Slovenské elektrárne, Bratislava	68 241 160 €	90 163 360 €	101 160 340 €	84 626 774 €
4	PCA Slovakia, Trnava	14 069 500 €	12 161 520 €	0 €	2 601 466 €
5	Slovak Telekom, Bratislava	30 366 370 €	28 455 920 €	4 977 628 €	7 771 487 €
6	Orange Slovakia, Bratislava	47 062 430 €	44 246 060 €	10 381 337 €	34 664 128 €
7	Mondi SCP, Ružomberok	8 747 980 €	14 793 590 €	674 946 €	5 418 622 €
8	OMV Slovakia, Bratislava	1 449 583 €	2 687 559 €	3 927 907 €	6 083 887 €
9	Siemens, Slovakia	4 207 272 €	479 774 €	3 530 967 €	4 059 283 €
10	Slovenská sporiteľňa, Slovakia	9 758 780 €	35 745 840 €	13 805 099 €	16 398 648 €
11	Whirlpool, Slovakia	0 €	133 950 €	726 251 €	1 299 178 €

Zdroj: Vlastné výpočty

Výsledky, uvedené v tabuľke č. 2 naznačujú, že môžeme očakávať zmeny v potenciálnych firemných daňových záväzkoch voči Slovenskej republike. Z výsledkov vidíme, že potenciálna daň, ktorá by bola zaplatená v rámci súčasného systému na základe hrubého základu dane v Slovenskej republike mohla predstavovať v roku 2009 takmer 198 miliónov Eur. Pre rok 2010 potenciálne vybraná daň prostredníctvom súčasného systému predstavovala takmer 258 miliónov Eur. Keď takto vypočítané daňové príjmy porovnáme s daňou vypočítanou použitým CCCTB systémom zistíme, že v roku 2009 by bola táto daň nižšia o viac ako 16 % a predstavovala by 165 miliónov Eur. V roku 2010 by očakávaná daň vypočítaná systémom CCCTB predstavovala takmer 211 miliónov Eur čo je o 18 % menej ako daň vypočítaná súčasnou metódou. Na základe týchto výsledkov môžeme konštatovať, že použitím nového systému CCCTB na výpočet daňových záväzkov firiem môže potenciálne v budúcnosti dochádzať k výpadkom v daňových príjmoch z firemných daňových záväzkoch voči Slovenskej republike.

Pri hlbšej analýze bolo zistené, že jedným z determinantov, ktorý má negatívny vplyv na výšku časti koláča pripadajúceho pre SR z konsolidovaného základu dane bol faktor miezd, ktorý je výrazne nižší oproti priemeru EÚ a tým pádom znižuje túto časť. Samozrejme, ak by podniky uvádzali celkové vyplatené mzdy, daná analýza by mohla byť ďalej spresnená a výsledky by mali vyššiu vypovedaciu schopnosť.

Záver

Európska komisia vidí ako hlavný cieľ prijatia systému CCCTB ponúknuť riešenie niektorých hlavných daňových prekážok rastu na jednotnom trhu. Medzi tieto prekážky zaraďujú nadmerné a dvojité zdaňovanie a veľkú administratívnu záťaž pre podniky a vysoké náklady na dodržiavanie daňových právnych predpisov. Je však na mieste si položiť otázku, že či okrem výhod, ktoré môžeme zhrnúť do nasledovných bodov:

- výrazné zníženie nákladov vyplývajúce z nesúladu systémov,
- odstránenie problému dvojitého zdaňovania v EÚ,
- odstránenie hlavných prekážok voľného pohybu kapitálu a zavedenie možnosti cezhraničnej kompenzácie strát,
- odstránenie problému vyhýbania sa platenia daní využitím tzv. transferových cien,
- jednoduchšie porovnávanie daňového zaťaženia medzi členskými štátmi,

neprináša zavedenie systému spoločného konsolidovaného daňového základu pre podniky aj možné nevýhody a problémy. Práve tieto problémy ako napríklad:

- zvýšenie pracovnej náročnosti pracovníkov daňových úradov (prijímanie nových zamestnancov – dodatočné náklady na pracovnú silu),
- dosiahnutie fiškálnej kontroly si bude vyžadovať veľmi úzku a skordinovanú spoluprácu daňových autorít,
- zavedenie CCCTB nebude podporovať zvyšovanie súťaženia medzi krajinami, pretože národné autority budú používať daňovú sadzbu ako investičný stimul,

by mali viesť k diskusii a podnetným návrhom aby zavedenie systému CCCTB bolo pre našu krajinu čo najväčším prínosom v oblasti daňových príjmov.

Táto analýza bola vykonaná na základe verejne dostupných údajov a uvedomuje si jej nedostatky, na druhej strane považujeme za dôležité aby sa realizovali ďalší výskum v tejto oblasti, aby problematika mohla byť hlbšie preskúmaná.

*Autormi článku sú Ing. Tomáš Domonkos,
PhD. a Ing. Miroslava Dolinajcová
z Ekonomického ústavu SAV*

¹ (CCCTB z anglického: Common Consolidated Corporate Tax Base)

² Patria sem aj stále prevádzkarne situované v EÚ

³ Oceňovalo by sa jednotlivito pri každej transakcii podľa zásady trhového odstupu

Zoznam použitej literatúry

- [1] Európska komisia (2011).; Návrh Smernice Rady o spoločnom konsolidovanom základe dane z príjmov právnických osôb (CCCTB), KOM(2011) 121/4, elektronický zdroj: [<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0121:FIN:SK:PDF>]
- [2] Commission of the European Communities. 2004. 'Commission Non-Paper to Informal Ecofin Council, 10 and 11 September 2004: A Common Consolidated EU Corporate Tax Base'. Commission of the European Communities, elektronický zdroj: [http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/common_tax_base/cctbwpnon_paper.pdf]
- [3] Pirvu Daniela, Logica Banica, and Alina Hagi. 2011. 'Corporate Tax Base for Tax Revenues in Romania'. *Financial Theoriz and Practice* 35 (2): 197–215.

Zmeny v koncentrácii slovenského bankového sektora¹

Ivan BREZINA – Juraj PEKÁR – Zuzana ČIČKOVÁ – Ivan BREZINA, Jr.

Úvod

Vo všeobecnosti sa z pohľadu počtu subjektov na trhu charakterizuje slovenský bankový sektor ako konkurenčný. Bankové konkurenčné prostredie je dynamické, vyvíjajúce sa a neustále je ovplyvňované najrozličnejšími skutočnosťami. V súčasnosti (rok 2012) na Slovensku pôsobí 15 bánk, z toho jedna štátna banka a dve banky sú vlastnené domácimi investormi. Okrem týchto bánk pôsobí na trhu 15 pobočiek zahraničných bánk. Ako sa mení koncentrácia slovenského bankového sektora po zavedení Eura od roku 2009? Je počet bánk a predovšetkým ich trhová sila dostatočná na to, aby existovalo také konkurenčné prostredie, ktoré je predpokladom zabráňujúcim zneužitiu ekonomického postavenia na slovenskom bankovom trhu? Jednou z ciest, ako aspoň čiastočne odpovedať na položené otázky, je stav konkurenčného prostredia analyzovať, regulovať a vytvárať vhodné podmienky na jeho existenciu a rozvoj.

Analýzu slovenského bankového sektora v uplynulých rokoch realizovali napr. Kračinovský², Fabová³, Brezina a kol.⁴, ale predovšetkým Národná banka Slovenska⁵, Slovenská banková asociácia a ďalšie inštitúcie.

V uvedených analýzach je slovenský bankový sektor skúmaný predovšetkým na báze vybraných indikátorov, v niektorých prácach sú analýzy realizované na základe zvyčajne používaných indexov na meranie koncentrácie odvetvia, predovšetkým miera koncentrácie m najsilnejších bánk a Herfindahlov-Hirschmanov index koncentrácie odvetvia. Z pohľadu dlhodobej analýzy konkurencie v akomkoľvek odvetví však nie je zaujímavé poznať len okamžitý stav koncentrácie, ale predovšetkým trend, v akom sa príslušné odvetvie vyvíja, teda zmeny jednotlivých ukazovateľov a indexov.

1. Meranie koncentrácie bankového sektora

Analýzu koncentrácie akéhokoľvek odvetvia, a teda aj bankového sektora, možno realizovať prostredníctvom indexov, ktoré umožňujú analyzovať stav konkurenčného správania sa subjektov pôsobiach na relevantnom trhu. Takáto analýza poskytuje regulačným orgánom informácie o štruktúre trhu a umožňuje kreovať odporúčenia pre konkrétne hospodárske opatrenia.

Medzi najznámejšie indexy na meranie koncentrácie v odvetví⁶ patrí miera koncentrácie m najsilnejších firiem v odvetví CR_m (Ministerstvo spravodlivosti v USA ho používalo od roku 1968) a Herfindahlov-Hirschmanov index koncentrácie HHI (používaný tým istým ministerstvom od roku 1982). Pomerne často je používaný aj Giniho index GI, ktorý je založený na Lorenzovej krivke zachytávajúcej skutočné rozdelenie trhových podielov.

Pri vyhodnocovaní stavu konkurenčného prostredia odvetvia možno využívať aj ďalšie špeciálne indexy, napr. komplexný index koncentrácie CCI (Horvath 1970), Rosenbluthovho indexu RI (1955), index Hannaha-Kaya HKI (1977) a ďalšie. Mnoho analýz kombinuje rôzne indexy, napr. Fedderke a Szalontai (2005) merajú odvetvovú koncentráciu vo výrobe v Juhoafrickej republike na báze Herfindahlovho-Hirschmanovho indexu a v kombinácii s použitím Rosenbluthovho indexu (RI) a Giniho indexu. Ako ďalších autorov možno zaradiť napríklad: J. E. Kwoka (1977), D. F. Leach (1992), A. Golan, G. Judge a J. M. Perloff (1996), J. A. Bikker a K. Haaf (2002), O. Bajo a R. Salas (2002) D. C. Mare (2005), C. M. Naudé (2006), M. A. Glick a D. Campbell (2007).

2. Miera koncentrácie a Herfindahlov-Hirschmanov index

Na analýzu relevantného trhu⁷ slovenského bankového sektora budeme ďalej používať mieru koncen-

trácie a Herfindahlov-Hirschmanov index. Oba indexy využívajú tzv. trhový podiel firiem na relevantnom trhu (v danom odvetví). Ak n predstavuje počet firiem v určitom odvetví a q_i indikuje objem i -tej firmy v danom odvetví ($i = 1, 2, \dots, n$), potom trhový podiel i -tej firmy v odvetví možno vypočítať ako ⁸.

$$s_i = \frac{q_i}{\sum_{j=1}^n q_j} \quad i = 1, 2, \dots, n$$

2.1 Miera koncentrácie

Miera koncentrácie (CR_m – Concentration Ratio) vyjadruje percentuálny podiel (zvyčajne na produkcii celého odvetvia) prvých m najsilnejších firiem odvetvia, pričom platí: $s_1 \geq s_2 \geq s_3 \geq \dots \geq s_n$ ($i = 1, 2, \dots, n$). Mieru koncentrácie pre m najsilnejších firiem v odvetví možno vypočítať ako:

$$CR_m = \sum_{i=1}^m s_i, \quad \text{pre } i = 1, 2, \dots, m, \quad m \in \langle 1; n \rangle.$$

Indikátor CR_m môže nadobudnúť hodnoty z intervalu $0 < CR_m \leq 1$. Výpočet CR_m sa zvyčajne realizuje pre $m = 4, 8, 10, 25, 50, 100$ najsilnejších firiem v odvetví⁹ (alternatívou môže byť výpočet pre CR_m $m = 3, 6, 10, 25, 50, 100$ najsilnejších firiem).

2.2 Herfindahlov-Hirschmanov index

Herfindahlov-Hirschmanov index (HHI) možno definovať ako sumu štvorcov trhových podielov s_i , $i = 1, 2, \dots, n$, všetkých firiem v danom odvetví:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (s_i)^2$$

Indikátor HHI môže nadobudnúť maximálne hodnotu 1 (v odvetví je jedna firma), resp. minimálnu hodnotu (v odvetví majú všetky firmy rovnaký trhový podiel)¹⁰.

3. Bankový sektor Slovenskej republiky

Bankový sektor Slovenskej republiky v súčasnosti reprezentuje¹¹ 15 bánk (z nich je Eximbanka štátna banka a dve banky sú vlastnené domácimi investormi) a 15 pobočiek zahraničných bánk.

Komerčné banky (14) so sídlom na Slovensku:

ČSOB stavebná sporiteľňa, a.s., Československá obchodná banka, a.s., OTP Banka Slovensko, a.s., Poštová banka, a.s., Prima banka Slovensko, a.s., Privatbanka, a.s., Prvá stavebná sporiteľňa, a.s., Slovenská sporiteľňa, a.s., Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s., Tatra banka, a.s., UniCredit Bank Slovakia, a.s., VOLKSBANK Slovensko, a.s., Všeobecná úverová banka, a.s., Wüstenrot stavebná sporiteľňa, a.s..

Tabuľka 1: Vybrané údaje komerčných bánk za rok 2009

Prameň: Výročné správy vybraných bánk

Rok 2009	vlastné imanie v EUR	výška poskytnutých úverov v EUR	výška vkladov v EUR	čistý zisk za rok v EUR
ČSOB stavebná sporiteľňa, a.s.	18 871 000	94 044 000	142 003 000	253 000
Československá obchodná banka, a.s.	604 834 000	3 311 233 000	3 500 726 000	-14 257 000
OTP Banka Slovensko, a.s.	91 907 000	957 822 000	572 000 000	-24 516 000
Poštová banka, a.s.	164 772 000	848 003 000	1 866 624 000	23 835 000
Prima banka Slovensko, a.s.	81 397 000	1 803 941 000	1 873 993 000	-13 238 000
Privatbanka, a.s.	32 591 000	108 423 000	279 336 000	3 035 000
Prvá stavebná sporiteľňa, a.s.	253 073 000	1 667 158 000	1 673 577 000	28 104 000
Slovenská sporiteľňa, a.s.	782 000 000	5 736 555 000	7 835 708 000	30 505 000
Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s.	2 941 54 000	331 634 000	14 638 000	1 909 000
Tatra banka, a.s.	808 233 000	5 484 549 000	6 819 770 000	94884000
UniCredit Bank Slovakia, a.s.	428 046 000	150 042 000	112 091 000	22 104 000
VOLKSBANK Slovensko, a.s.	33 207 000	1 019 349 000	1 001 158 000	-8 107 000
Všeobecná úverová banka, a.s.	986 394 000	5 863 647 000	6 609 926 000	141 671 000
Wüstenrot stavebná sporiteľňa, a.s.	41 531 000	193 574 000	236 662 000	2 396 000

Pobočky zahraničných bánk (15):

AXA Bank Europe, Banco Mais, BKS Bank, BRE Bank, Citibank, Commerzbank, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Fio banka, HSBC Bank, ING bank, J&T Banka, Komerční banka Bratislava, Oberbank, The Royal Bank of Scotland, ZUNO BANK.

Pre ďalšie analýzy boli vybrané údaje jednotlivých komerčných bánk (s pobočkami zahraničných bánk

nebudeme ďalej pracovať z dôvodu nehomogénnej údajovej základne) vlastné imanie v EUR, výška poskytnutých úverov v EUR, výška vkladov v EUR a čistý zisk za rok v EUR, ktoré boli získané na základe verejne dostupných informácií publikovaných bankami vo výročných správach. Analýza bola realizovaná na základe vybraných údajov uvedených v tabuľke 1 (rok 2009), v tabuľke 2 (rok 2010) a v tabuľke 3 (rok 2011):

Tabuľka 2: Vybrané údaje komerčných bánk za rok 2010

Rok 2010	vlastné imanie v EUR	výška poskytnutých úverov v EUR	výška vkladov v EUR	čistý zisk za rok v EUR
ČSOB stavebná sporiteľňa, a.s.	21 788 000	101 637 000	145 127 000	1 639 000
Československá obchodná banka, a.s.	664 217 000	3 426 894 000	3 473 000 000	51 656 000
OTP Banka Slovensko, a.s.	88 566 000	906 100 000	589 900 000	-3 498 000
Poštová banka, a.s.	201 058 000	1 156 873 000	2 221 427 000	55 313 000
Prima banka Slovensko, a.s.	76 022 000	1 982 239 000	1 659 386 000	1 129 000
Privatbanka, a.s.	35 164 000	179 523 000	423 285 000	3 464 000
Prvá stavebná sporiteľňa, a.s.	252 995 000	1 735 978 000	1 801 733 000	29 355 000
Slovenská sporiteľňa, a.s.	929 000 000	5 680 619 000	8 169 055 000	150 122 000
Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s.	281 734 000	113 848 000	19 390 000	-9 835 000
Tatra banka, a.s.	849 450 000	5 769 270 000	6 863 226 000	94 165 000
UniCredit Bank Slovakia, a.s.	421 551 000	150 045 000	404 763 000	11 501 000
VOLKSBANK Slovensko, a.s.	33 207 000	1 051 452 000	1 013 669 000	2 035 000
Všeobecná úverová banka, a.s.	1 043 758 000	6 437 675 000	7 265 367 000	150 323 000
Wüstenrot stavebná sporiteľňa, a.s.	42 165 000	181 794 000	272 240 000	2 721 000

Prameň: Výročné správy vybraných bánk

Tabuľka 3: Vybrané údaje komerčných bánk za rok 2011

Rok 2011	vlastné imanie v EUR	výška poskytnutých úverov v EUR	výška vkladov v EUR	čistý zisk za rok v EUR
ČSOB stavebná sporiteľňa, a.s.	21 438 000	117 216 000	155 535 000	1 474 000
Československá obchodná banka, a.s.	649 715 000	3 985 578 000	3 583 480 000	55 370 000
OTP Banka Slovensko, a.s.	98 916 000	887 945 000	605 601 000	1 104 000
Poštová banka, a.s.	372 679 000	1 370 966 000	2 665 478 000	5 948 000
Prima banka Slovensko, a.s.	86 900 000	1 367 499 000	1 551 590 000	-11 700 000
Privatbanka, a.s.	37 567 000	197 062 000	481 137 000	3 742 000
Prvá stavebná sporiteľňa, a.s.	251 139 000	1 768 698 000	1 902 106 000	28 808 000
Slovenská sporiteľňa, a.s.	1 039 000 000	6 288 092 000	8 033 726 000	194 893 000
Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s.	281 444 000	162 177 000	19 244 000	1 848 000
Tatra banka, a.s.	1 051 527 000	6 357 055 000	6 932 867 000	139 084 000
UniCredit Bank Slovakia, a.s.	428 473 000	50 128 000	540 025 000	31 755 000
VOLKSBANK Slovensko, a.s.	33 207 000	1 145 483 000	1 167 171 000	-4 584 000
Všeobecná úverová banka, a.s.	1 072 459 000	6 917 544 000	7 498 151 000	157 664 000
Wüstenrot stavebná sporiteľňa, a.s.	40 103 000	180 488 000	308 044 000	2 093 000

Prameň: Výročné správy vybraných bánk

4. Analýza bankového sektora Slovenskej republiky na základe vybraných údajov

Výsledky analýzy za roky 2009, 2010 a 2011 pre indikátory CR_4 a indikátory HHI na báze jednotlivých vybraných ukazovateľov sú uvedené v tabuľke 4 a ich vývoj je prezentovaný na obrázku 1 (CR_4) a na obrázku 2 (HHI).

Tabuľka 4: Vypočítané hodnoty indikátorov CR_4 a HHI pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2009 až 2011

Indikátory	vlastné imanie	výška poskytnutých úverov	výška vkladov	čistý zisk za rok
2009 CR_4	0,6885	0,7398	0,7611	0,8465
2010 CR_4	0,7057	0,7382	0,7509	0,8130
2011 CR_4	0,6977	0,7647	0,7349	0,8769
2009 HHI	0,1397	0,1542	0,1654	0,2621
2010 HHI	0,1432	0,1548	0,1625	0,1983
2011 HHI	0,1421	0,1611	0,1569	0,2240

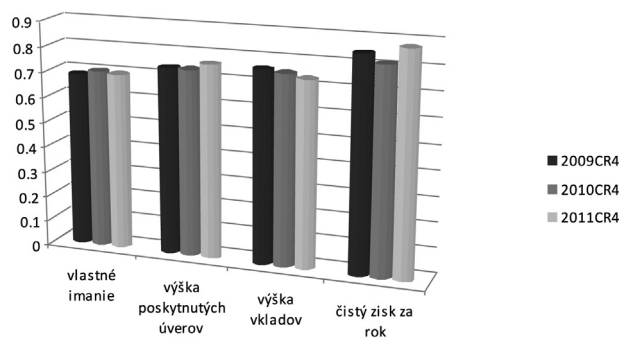
Prameň: Vlastné spracovanie

Z tabuľky 4 je zrejmé, že na základe vypočítaných hodnôt CR_4 možno charakterizovať slovenský bankový sektor na základe metodiky Federálnej obchodnej komisie v USA ako *koncentrovaný*, pretože 4 najsilnejšie banky v každom z vybraných ukazovateľov dosahujú hodnoty podstatne vyššie ako 0,50 ($CR_4 \geq 0,50$). Dokonca v ukazovateli čistý zisk za rok sa vypočítané hodnoty CR_4 pohybujú vysoko nad hodnotou, 0,8, čo znamená, že štyri najsilnejšie banky na Slovensku dosiahli spoločne zisk vyšší ako 80% kumulovaného zisku za všetky slovenské komerčné banky. Aj hodnoty ďalších vybraných ukazovateľov, teda vlastné imanie, výška poskytnutých úverov a výška vkladov sa pohybujú nad hranicou 70%, alebo veľmi blízko nej (vlastné imanie). To potvrdzuje výsadné postavenie najsilnejších bánk na Slovensku.

Hodnoty indikátora HHI pre vybrané ukazovatele v rokoch 2009 až 2011 sú tiež stabilné a na základe metodiky Federálnej obchodnej komisie v USA ako aj metodiky Európskej komisie možno slovenský bankový sektor charakterizovať ako stredne koncentro-

vaný (všetky vypočítané ukazovatele HHI sú v rozmedzí 0,1 až 0,18, resp. v rozmedzí 0,1 až 0,20 s výnimkou ukazovateľa čistý zisk za rok, ktorý v roku 2009 a 2011 vykazoval hodnoty zodpovedajúce koncentrovanému odvetviu).

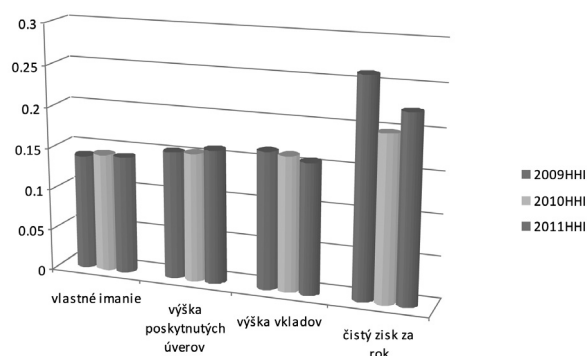
Obrázok 1: Vývoj hodnôt CR_4 pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2009 až 2011



Prameň: Vlastné spracovanie

Vývoj vypočítaných hodnôt CR_4 podľa jednotlivých vybraných ukazovateľov v rokoch 2009 až 2011 prezentuje obrázok 1. Z neho je zrejmé, že koncentrácia bankového sektora SR na báze vypočítaných hodnôt CR_4 pre jednotlivé vybrané ukazovatele ostáva relatívne stabilná, aj keď v ukazovateľoch vlastné imanie, výška vkladov a čistý zisk za rok došlo k miernemu nárastu. Táto tendencia neumožňuje predpokladať v najbližších rokoch dramatické zmeny smerom k znižovaniu koncentrácie bankového sektora SR z hľadiska štyroch najsilnejších komerčných bánk vo vybraných ukazovateľoch.

Obrázok 2: Vývoj hodnôt HHI pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2009 až 2011



Prameň: Vlastné spracovanie

Z analýzy vývoja vypočítaných hodnôt HHI podľa jednotlivých vybraných ukazovateľov v rokoch 2009 až 2011 prezentovaných na obrázku 2 je takisto zrejmé, že koncentráciu bankového sektora SR na báze vypočítaných hodnôt HHI pre jednotlivé vybrané ukazovatele možno považovať za relatívne stabilnú, aj keď v ukazovateli čistý zisk za rok došlo k najväčším zmenám. Táto relatívne stabilná koncentrácia na báze HHI takisto neumožňuje predpokladať v najbližších rokoch zmeny tendencie koncentrácie vo vybraných ukazovateľoch smerom k nekonzentrovaniu odvetviu.

Tabuľka 5: Vypočítané hodnoty CR_m pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2009

2009	vlastné imanie	výška poskyt-nutých úverov	výška vkladov	čistý zisk za rok
CR_1	0.2135	0.2127	0.2408	0.4063
CR_2	0.3884	0.4208	0.4504	0.6784
CR_3	0.5576	0.6197	0.6536	0.7659
CR_4	0.6885	0.7398	0.7611	0.8465
CR_5	0.7811	0.8052	0.8187	0.9148
CR_6	0.8448	0.8657	0.8761	0.9782
CR_7	0.8995	0.9027	0.9275	0.9869
CR_8	0.9352	0.9374	0.9583	0.9938
CR_9	0.9551	0.9682	0.9759	0.9993
CR_{10}	0.9727	0.9802	0.9845	1.0000
CR_{11}	0.9817	0.9872	0.9917	1.0000
CR_{12}	0.9889	0.9927	0.9961	1.0000
CR_{13}	0.9959	0.9966	0.9996	1.0000

Tabuľka 6: Vypočítané hodnoty CR_m pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2010

2010	vlastné imanie	výška poskyt-nutých úverov	výška vkladov	čistý zisk za rok
CR_1	0.2113	0.2230	0.2380	0.2716
CR_2	0.3993	0.4228	0.4497	0.5429
CR_3	0.5712	0.6195	0.6497	0.7130
CR_4	0.7057	0.7382	0.7509	0.8130
CR_5	0.7910	0.8068	0.8156	0.9063
CR_6	0.8480	0.8670	0.8681	0.9594
CR_7	0.8992	0.9070	0.9164	0.9801
CR_8	0.9399	0.9434	0.9460	0.9864
CR_9	0.9578	0.9748	0.9631	0.9913
CR_{10}	0.9732	0.9811	0.9755	0.9950
CR_{11}	0.9818	0.9873	0.9873	0.9980
CR_{12}	0.9889	0.9925	0.9952	1.0000
CR_{13}	0.9956	0.9965	0.9994	1.0000

Prameň: Vlastné spracovanie

Pretože vypočítané hodnoty CR_m umožňujú analyzovať aj postavenie iného počtu bánk na relevantnom trhu ako sú štyri (napr. rozdiel $CR_8 - CR_4$ charakterizuje silu ďalších štyroch najsilnejších bánk na trhu), uvádzame vypočítané hodnoty CR_m pre $m = 1, 2, \dots, 13$ pre roky 2009 až 2011 v tabuľkách 5, 6, 7, aby bolo zrejmé postavenie vybraných prvých m bánk v bankovom sektore SR.

Tabuľka 7: Vypočítané hodnoty CR_m pre vybrané údaje komerčných bánk za roky 2011

2011	vlastné imanie	výška poskyt-nutých úverov	výška vkladov	čistý zisk za rok
CR_1	0.1963	0.2246	0.2267	0.3124
CR_2	0.3887	0.4311	0.4382	0.5652
CR_3	0.5788	0.6352	0.6338	0.7882
CR_4	0.6977	0.7647	0.7349	0.8769
CR_5	0.7761	0.8221	0.8101	0.9278
CR_6	0.8443	0.8666	0.8638	0.9740
CR_7	0.8958	0.9110	0.9076	0.9836
CR_8	0.9418	0.9482	0.9405	0.9895
CR_9	0.9599	0.9770	0.9576	0.9929
CR_{10}	0.9758	0.9834	0.9728	0.9959
CR_{11}	0.9831	0.9893	0.9864	0.9982
CR_{12}	0.9900	0.9946	0.9951	1.0000
CR_{13}	0.9961	0.9984	0.9995	1.0000

Prameň: Vlastné spracovanie

Záver

Analýza indikátorov merania koncentrácie CR_m a HHI v odvetví bankového sektora SR umožňuje charakterizovať slovenský bankový sektor ako koncentrovaný, pričom výsledky ostávajú v rokoch 2009 až 2011 s minimálnymi zmenami. Na základe realizovanej analýzy možno prezentovať názor, že slovenský bankový sektor na základe analýzy vybraných ukazovateľov predstavuje stredne koncentrované odvetvie (hodnoty HHI), kde štyri najsilnejšie banky majú dominantné postavenie (hodnoty CR_4). Tendencia vývoja počas rokov 2009 až 2011 naznačuje, že táto skutočnosť nebude v najbližšom období zmenená. Samozrejme, všetky tieto úvahy možno aplikovať len pre relevantný trh determinovaný na Slovensku jeho veľkosťou.

Ak pre hodnoty CR_4 rešpektujeme posudzovanie koncentrácie na základe miery koncentrácie pre 4 najsilnejšie firmy v odvetví podľa metodiky Federálnej obchodnej komisie v USA, pre všetky vybrané

ukazovatele možno charakterizovať slovenský bankový sektor ako *koncentrované odvetvie* (), pričom v jednotlivých vybraných údajoch počas rokov 2009 až 2011 štyri najsilnejšie banky dosahujú podiel na trhu viac ako 68%, v ukazovateľoch ziskovosti dokonca viac ako 81%.

Vypočítané výsledky pre Herfindahlov-Hirschmanov index umožňujú na báze klasifikácie stupňa koncentrácie v odvetví podľa metodiky Európskej komisie konštatovať, že vo všetkých vybraných ukazovateľoch ide o *stredne koncentrované odvetvie*

(všetky vypočítané hodnoty *HHI* ležia v intervale), dokonca v ukazovateľoch ziskovosti možno hovoriť o *koncentrovanom odvetví* (hodnota *HHI* je vyššia ako 0,2).

Autormi článku sú prof. Ing. Ivan Brezina, CSc.,
doc. Mgr. Juraj Pekár, PhD., Ing. Zuzana Čičková, PhD.
a Ing. Ivan Brezina, Jr.
z Katedry operačného výskumu a ekonometrie, Fakulta
hospodárskej informatiky, EU v Bratislave

¹ This paper is supported by the Grant Agency of Slovak Republic – VEGA, grant no. 1/0104/12 „Modeling supply chain pricing policy in a competitive environment“.

² KRAČINOVSÝ, M.: Zhodnotenie vývoja bankového sektora na Slovensku v období 2001 – 2007, dostupné: <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2008/zbornik/files/prispevky/kracinovsky.pdf>

³ FABOVÁ, L.: Koncentrácia v bankovom sektore Slovenskej republiky. Forum Statisticum Slovacum, 3/2008, Bratislava, 2008.

⁴ BREZINA, I. – PEKÁR, J. – ČIČKOVÁ, Z. – BREZINA, I. jr.: Meranie koncentrácie bánk v Slovenskej republike. Nová ekonomika, roč. 2, č. 2, s. 112 – 123, NHF EU v Bratislave, Bratislava 2012.

⁵ každoročná Správa o stave a vývoji finančného trhu

⁶ Pod koncentráciou možno zo statického hľadiska rozumieť stav štruktúry odvetvia v danom časovom momente, z dynamického hľadiska vývoj trhovej sily samostatne a nezávisle sa rozhodujúcich firiem v danom časovom období na trhu.

⁷ Podľa § 3 ods. 3 zákona č. 136/2001 predstavuje relevantný trh priestorový a časový súbeh ponuky a dopytu takých tovarov, ktoré sú na uspokojenie určitých potrieb užívateľov vhodné alebo vzájomne zastupiteľné.

⁸ Trhový podiel môže nadobúdať hodnoty . Suma trhových podielov všetkých firiem pôsobiacich v danom odvetví je rovná 1.

⁹ Najčastejšie sa používa index CR_4 , pretože ho používa Federálna obchodná komisia v USA (FTC), pričom odvetvie je *nekoncentrované*, ak 4 najsilnejšie firmy produkujú menej ako 25% produkcie odvetvia ($CR_4 < 0,25$), resp. *stredne koncentrované*, ak 4 najsilnejšie firmy v odvetví produkujú aspoň 25%, ale menej ako 50% produkcie odvetvia ($0,25 \leq CR_4 < 0,50$), alebo *koncentrované*, ak 4 najsilnejšie firmy v odvetví produkujú aspoň 50% produkcie odvetvia ($CR_4 \geq 0,50$).

¹⁰ Pri posudzovaní koncentrácie odvetvia FTC v USA používa klasifikáciu stupňa koncentrácie v odvetví, podľa ktorej je odvetvie *nekoncentrované*, ak je hodnota *HHI* menšia ako 0,1, *stredne koncentrované*, ak je hodnota *HHI* v rozmedzí 0,1 až 0,18 a *koncentrované*, ak je hodnota *HHI* vyššia ako 0,18. V Európe sa používa iná klasifikácia stupňa koncentrácie v odvetví, Európska komisia charakterizuje odvetvie ako *nekoncentrované*, ak je hodnota *HHI* menšia ako 0,1, *stredne koncentrované*, ak je hodnota *HHI* v rozmedzí 0,1 až 0,2 a *koncentrované*, ak je hodnota *HHI* vyššia ako 0,2.

¹¹ Národná banka Slovenska.

Literatúra

- [1] BAJO, O. – SALAS, R.: Inequality foundations of concentration measures: An application to the Hannah-Kay indices. In: Spanish Economic Review 4, Springer-Verlag, s. 311-316, 2002.
- [2] BIKKER, J. A. – HAAF, K.: Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry: a Review of the Literature. In: Economic & Financial Modelling, summer 2002, s. 1-46, 2002.
- [3] BREZINA, I.: Hodnotenie vývoja koncentrácie v odvetví. Ekonomický časopis, roč. 42, č. 3, s. 218 – 229, 1994.
- [4] BREZINA, I. – PEKÁR, J. – ČIČKOVÁ, Z. – BREZINA, I. jr.: Meranie koncentrácie bánk v Slovenskej republike. Nová ekonomika, roč. 2, č. 2, s. 112 – 123, NHF EU v Bratislave, Bratislava 2012.
- [5] Dostupné na: http://www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/horiz_book/15.html
- [6] European Commission: Tenth Report on Competition Policy. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1981.
- [7] FABOVÁ, L.: Koncentrácia v bankovom sektore Slovenskej republiky. Forum Statisticum Slovaca, 3/2008, Bratislava, 2008.
- [8] FEDDERKE, J. and SZALONTAI, G.: Industry Concentration in South African Manufacturing: Trends and Consequences, 1972-1996. World Bank Africa Region Working Paper, Series No. 96. December 2005.
- [9] HORVATH, J.: Suggestion for a Comprehensive Measure of Concentration. In: Southern Economic Journal, Vol. 36, Issue 4, s. 446-453, 1970.
- [10] KRAČINOVSKÝ, M.: Zhodnotenie vývoja bankového sektora na Slovensku v období 2001 – 2007. dostupné: <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2008/zbornik/files/prispevky/kracinovsky.pdf>
- [11] LEACH, D.F.: Absolute vs. Relative Concentration in Manufacturing Industry 1972-1985, The South African Journal of Economics, Vol. 60(4), s. 386-400, 1992.
- [12] MARE, D.C.: Concentration, Specialization and Agglomeration of Firms in New Zealand. MOTU Working Paper 05-12. MOTU Economic and Public Policy Research. Wellington. August, 2005.
- [13] NAUDÉ, C. M.: Measures of Manufacturing Industry Concentration – Implications for South Africa. In: Zborník z konferencie Accelerated and Shared Growth in South Africa: Determinants, Constraints and Opportunities, 2006. Dostupné na: http://www.commerce.uct.ac.za/Research_Units/DPRU/DPRUConference2006/Papers/TIPS_2006_Manu%20Ind%20Conc%20SA_CNauDe.pdf
- [14] RHOADES, S. A.: Market Share Inequality, the HHI, and Other Measures of the Firm-Composition of a Market. In: Review of Industrial Organization 10: 657-674, Kluwer Academic Publishers. Printed in the Netherlands, 1995.
- [15] TAPLIN, R. H.: Harmony, Statistical Inference with the Herfindahl H Index and C Index. In: Abacus, 39(2), s. 82-94, 2003.
- [16] ten KATE, A.: The dominance index in Mexican merger control: does it perform better than the HHI? In: The Antitrust Bulletin: Vol. 51, No. 2/Summer, s. 383-409, 2006.
- [17] UNČOVSKÝ, L. – BREZINA, I.: Market Concentration and Problem of Monopoly. Phare ACE Programme, Discussion Paper Series N° 07/1, 1999.
- [18] UNČOVSKÝ, L. – BREZINA, I.: Koncentrácia a efektívnosť v slovenskom priemysle. In: Ekonomický časopis, roč. 43, č. 9, s. 710 – 718, 1995.

Rozvinuté a rozvojové krajiny

Karol VLACHYNSKÝ

Rozdielny vývoj rozvinutých a rozvojových krajín je jednou z dlhodobých pôsobiacich príčin nerovnováh v svetovej ekonomike. Pri jeho kvantifikovanom posudzovaní je potrebné určiť, ktoré krajiny považovať za rozvinuté. Je možné použiť rad kritérií. Od jednoduchého vyčíslenia hrubého domáceho produktu na obyvateľa až po vyjadrenie náročne váženého plnenia radu ukazovateľov pomocou viacerých indexov.¹ Pre hodnotenie ekonomickej sily jednotlivých krajín je však rozhodujúci celkový objem ich produkcie a nie prepočet na hlavu obyvateľa. Preto sa z pragmatických dôvodov často uplatňuje kritérium členstva krajiny v OECD. Teda **v súčasnosti 34 členských krajín OECD považujeme za rozvinuté a všetky ostatné charakterizujeme ako rozvojové.**

Je samozrejmé, že v rámci obidvoch skupín je úroveň rozvoja jednotlivých krajín značne diferencovaná. Preto sa z rozvojových krajín samostatne posudzujú – najmä z hľadiska poskytovania medzinárodnej ekonomickej pomoci – Najmenej rozvinuté krajiny (Least Development Countries – LDC). Je to celkom 48 krajín, v ktorých žije asi 12 % obyvateľov Zeme.

Rozdielny vývoj rozvinutých a rozvojových krajín

Dlhotrvajúci a prehľbujúci sa rozdiel v tempách rastu rozvinutých a rozvojových krajín je dôležitým zdrojom globálnych nerovnováh a tým aj rastúcim rizikom vývoja objemu a štruktúry svetovej ekonomiky. Uvedme, ako sa vyvíjali medziročné tempá rastu HDP za posledných jedenásť rokov:

Tabuľka 1. Medziročné tempo rastu reálneho hrubého domáceho produktu v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Svet	4,35	1,81	2,09	2,61	3,88	3,37	3,98	3,72	1,71	-2,06	3,74
Rozvinuté krajiny	3,86	1,39	1,40	1,74	2,83	2,31	2,70	2,34	0,21	-3,50	2,43
Rozvojové krajiny	5,70	2,79	4,10	4,97	6,81	6,31	7,25	7,06	5,34	2,37	7,10

Z toho je zrejmé, že váha zodpovednosti za rast svetovej ekonomiky sa postupne presúva z rozvinutých na rozvojové krajiny. Ukazuje to stručný prehľad o stave a prognóze podielu krajín OECD a rozvojových krajín na tvorbe svetového HDP:

Tabuľka 2. Stav a prognóza podielu krajín OECD a rozvojových krajín na tvorbe svetového HDP (v PPP parite)

	2000	2010	2030
OECD	60 %	51 %	43 %
Rozvojové krajiny	40 %	49 %	57 %

Prameň: Perspectives on Global Development: Shifting Wealth – OECD Development Centre.

Svedčí o tom aj súčasný objem devízových rezerv. Podľa prameňov IMF (údaje z 95 krajín) ku koncu mesiacov marec, resp. apríl 2011 boli oficiálne svetové devízové rezervy asi 10,7 bil. USD, z čoho 3,7 bil. bolo v krajinách OECD a 7,0 bil. v rozvojových krajinách. Pritom sama Čína z toho držala viac ako 3,0 bil. USD.

Príznačné sú aj dlhodobé schodky bežného účtu platobnej bilancie významných rozvinutých krajín, čo sa týka najmä USA a Európy (okrem Nemecka a Holandska) a na druhej strane vysoké prebytky najmä u Číny, krajín juhovýchodnej Ázie, krajín vyvážajúcich ropu, tiež Japonska a v Európe Nemecka a Holandska.

Zdroj údajov: World Bank

S tým súvisí aj stav a vývoj verejného dlhu v % z HDP rozvinutých krajín a rozvojových krajín:

Tabuľka 3. Verejný dlh rozvinutých a rozvojových krajín v % z ich HDP

Roky	2010	2013°
Rozvinuté krajiny	100 %	107 %
Rozvojové krajiny	40 %	34 %

° = prognóza

Prameň: The Economist, February 11th 2012, str. 64.

Porovnanie protagonistov obidvoch skupín krajín: USA a Číny pokiaľ ide o zahraničnú pozíciu ukazuje, že Čína drží zahraničné čisté aktíva vo výške 2 bil. USD a USA majú čistý zahraničný dlh 2,5 bil. USD.² Čína je najväčším zahraničným veriteľom USA.

Niektoré príčiny rozdielneho vývoja rozvinutých a rozvojových krajín

Rozdielny stav a tempá ekonomického rozvoja v rozvinutých a rozvojových krajinách sú dane viacerými faktormi:

V skupine rozvinutých krajín sú bývalé koloniálne mocnosti, ktoré dlhé desaťročia koristili zo surovínových a ľudských zdrojov svojich kolónií. Aj keď politická kolonizácia najmä po druhej svetovej vojne v rozhodujúcej miere skončila a vznikol rad nových samostatných štátov, ekonomická kolonizácia vo viacerých prípadoch pretrváva. Bývalé kolónie sa však z ekonomickej nadvlády vymaňujú zrýchľujúcim sa tempom, čo vytvorilo pre rozvinuté krajiny náročnejšie ekonomické podmienky.

Rozvinuté krajiny majú vyššiu úroveň techniky, vyššiu priemernú vzdelanostnú úroveň obyvateľstva a úroveň jeho životných podmienok. No proces oslabovania týchto ich predností postupuje pozoruhodným tempom.³

Vysoká (a v niektorých krajinách už neúnosná) úroveň verejných dlhov núti presadzovať politiku postupného prechodu k prebytkovým štátnym rozpočtom. Tie možno dosahovať znižovaním verejných výdavkov, zvyšovaním daní a podporou ekonomického rastu. Rast daní a úspornosť vo výdavkoch je po-

liticky nepopulárna o brzdi aj ekonomický rast. Ten je možné podporovať aj menovou politikou a to znižovaním základných úrokových sadzieb centrálnej banky a uvoľňovaním dodatočnej likvidity. Obidve tieto cesty však majú isté obmedzenia. Úrokové sadzby sa približujú k nule, takže manévrovací priestor sa zužuje. A „nalievanie“ peňazí do ekonomiky hrozí v budúcnosti rastom inflácie. Jestvuje teda potreba istého kompromisu medzi politikou úspornosti a politikou podpory rastu, ktorá sa v jednotlivých štátoch hľadá veľmi obťažne.

Podnikateľská sféra v rozvinutých krajinách pôsobí v prevažnej miere v podmienkach liberálneho (západného) kapitalizmu založeného na súkromnom vlastníctve a zisku ako rozhodujúcom kritériu podnikateľského rozhodovania. Pritom sa predpokladá, že „neviditeľná ruka trhu“ zabezpečuje smerovanie k ekonomickej rovnováhe systému. V skutočnosti opakujúce sa krízové výkyvy, prehĺbujúce sa nerovnováhy a nízke tempá ekonomického rastu svedčia o vážnych nedostatkoch systému. Kritické hlasy sú stále častejšie.⁴

V rozvojových krajinách je pozitívny vývoj daný niekoľkými faktormi:

Na prvom mieste je to priaznivý demografický vývoj. Majú vo všeobecnosti vyššiu mieru fertility (vyšší počet pôrodov na ženu), nižší priemerný vek obyvateľstva (a tým vyšší podiel žien v produktívnom veku) a aj pri klesajúcej miere úmrtnosti ešte stále nižšiu očakávanú dĺžku života pri narodení. Starnutie obyvateľstva tu prebieha pomalšie ako v rozvinutých krajinách.

Z celkového počtu obyvateľov Zeme (v októbri 2011 prekročil 7 miliárd) asi 80 % žije v rozvojových krajinách, ktoré sa väčšinou nachádzajú v druhej a tretej fázy demografického vývoja, zatiaľ čo rozvinuté krajiny sú prevažne v štvrtej fázy. Preto počet obyvateľstva v rozvojových krajinách výrazne rastie. Napríklad v Indii je miera ročného rastu obyvateľstva + 1,3 %, v Brazílii + 1,1 %, v Číne (v dôsledku minulej politiky: jedno dieťa v rodine) je to +0,5 %. V rozvinutých krajinách počet obyvateľstva v priemere stagnuje. Tak napríklad v Nemecku je miera ročného rastu -0,2 % v Japonsku -0,1 %, v USA je to (najmä vďaka vysokej imigrácii (asi 1 120 tis. ročne) + 0,9 % a v UK + 0,6 % (imigrácia 163 tis. ročne).

Prechod veľkého počtu pracovníkov z poľnohospodárstva do priemyslu a služieb a rast priemernej vzdelanosti zvyšuje produktivitu práce. Rastie podiel strednej vrstvy obyvateľstva, čo rozširuje vnútorný trh.

Úroveň verejného dlhu je pomerne nízka, takže potreba jeho splácania nevytvára tlak na znižovanie ekonomického rastu, ako je tomu v rozvinutých krajinách.

Vo veľkej miere sa uplatňuje v mnohých rozvojových krajinách (Čína, Rusko, Brazília a i.) rozdielne sofistikovaný ekonomický model štátneho kapitalizmu. Aj keď oslabuje vo vnútri štátov konkurenciu a tým aj jej stimulujúce pôsobenie, napomáha zmeny produkčnej štruktúry, rýchlu tvorbu a rast veľkých podnikov, zvyšovanie ich medzinárodnej konkurennej schopnosti a sily. Tým zabezpečuje dosahovanie vysokých temp rastu HDP.

Rastúcej váhe, kapitálovej sile rozvojových krajín a perspektívam ich vývoja nezodpovedá ich súčasné postavenie vo vrcholných svetových finančných a ekonomických inštitúciách a orgánoch. Vývoj svetovej krízy a jej prekonávanie je pre rozvojové krajiny príležitosťou tento stav zmeniť.

Preto päť najväčších a najvplyvnejších rozvojových krajín spája svoje sily. Vzniklo neformálne združenie Brazílie, Ruska, Indie, Číny a Južnej Afriky – (akronym BRICS). Prvým krokom k jej vzniku bola schôdzka ministrov zahraničných vecí v máji 2008 v Jekaterinburgu. Odvtedy sa uskutočnili už tri stretnutia najvyšších predstaviteľov týchto krajín (jún 2009, apríl 2010 a apríl 2011).

Podľa údajov za rok 2010 vytvorili členské štáty spolu 25,7 % svetového hrubého domáceho produktu (v USD, parita PPP), rozloha ich územia tvorí 26,7 % územia sveta a počet obyvateľov dosahuje (podľa odhadu v r. 2010) 42,4 % jeho zaľudnenia.

Predstavitelia združenia BRICS zdôrazňujú, že ich činnosť má slúžiť nielen záujmom jeho členov, ale rozvojových krajín ako celku s cieľom budovania spoločnej prosperity krajín sveta.⁵

Je nepochybné, že tieto hlasy budú mať pri pokrízových úpravách ekonomického a finančného systému sveta svoju váhu.

Záverom jen konštatovanie:

Rýchlo postupujúce procesy globalizácie sú nezvratné, treba s nimi na všetkých rozhodovacích úrovniach rátať a primerane sa im prispôbovať.

Aj keď pri hodnotení vysokých temp rastu rozvojových krajín berieme do úvahy počiatočne nízke objemy produkcie, postupne celkové objemy ich ekonomík prevýšia ekonomickú silu rozvinutých krajín. Je to objektívna dlhodobá tendencia, z ktorej budú musieť jednotlivé krajiny odvíjať zmeny stratégie svojej hospodárskej politiky na prospech svojich občanov.

Ak devätnáste storočie bolo storočím Veľkej Británie a dvadsiate USA, je pravdepodobné, že dvadsiate prvé bude storočím Číny a Indie.

*Autorom článku je prof. Ing. Karol Vlachynský, PhD.
z Fakulty podnikového manažmentu EU v Bratislave*

¹ Je to Index ľudského rozvoja (Human Development Index – HDI), ktorý je geometrickým priemerom troch čiastkových indexov charakterizujúcich hrubý národný produkt na hlavu v danej krajine, očakávanú dĺžku života ľudí a prístup obyvateľov k vzdelaniu. Zostavuje sa v rámci Rozvojového programu OSN a je pravidelne publikovaný v Správe o ľudskom rozvoji. Druhým je Index environmentálnej výkonnosti (Environmental Performance Index – EPI) spracovávaný pre Svetové ekonomické fórum. Snáď najkomplexnejšie vyhovuje požiadavkám na súhrnný makroekonomický ukazovateľ výkonnosti krajín Index udržateľnosti rozvoja spoločnosti (Sustainability Society Index – SSI), ktorý zostavuje za 151 krajín na základe 22 čiastkových ukazovateľov Nadácia udržateľnosti spoločnosti.

² Čisté zahraničné aktíva = hodnota majetku, ktorý krajina vlastní v zahraničí znížená o hodnotu domáceho majetku vlastneného nerezidentmi. Čistý zahraničný dlh = suma, o ktorú finančné záväzky krajiny voči zahraničiu prevyšujú jej finančné pohľadávky voči zahraničiu.

³ Viac ako 21 500 multinacionálnych spoločností má sídlo v rozvojových krajinách, značná časť je z odborov technologicky intenzívnych s vysokou pridanou hodnotou. Firmy z krajín OECD v rastúcej miere importujú inovácie zo spoločností v rozvojových krajinách. V roku 2011 počet registrovaných patentov vytvorených v Číne bol vyšší než v USA atď. Pozri: Santo, J.: Disruptive Innovation: Fuelling the Growth of Emerging Markets. - www.economywatch.com.

⁴ Účastníci Svetového ekonomického fóra 2012 v Davose okrem iného diskutovali aj o tom, či kapitalizmus ako ho poznáme je vhodný pre 21. storočie. A ak je, ako ho treba zmeniť. Klaus Schwab výkonný riaditeľ fóra v prejave na ukončení valného zasadania povedal: „Musíme urobiť kapitalizmus a voľný trh oveľa citlivejším na sociálne potreby.“ A tiež: „Ak podnikanie neslúži spoločnosti, nie je udržateľné.“ www.weforum.org/news.

⁵ Prvá fáza je charakterizovaná vysokou pôrodnosťou a vysokou úmrtnosťou a preto počet obyvateľstva je pomerne stabilný, resp. rastie len mierne. (Platí to asi do začiatku 19. storočia). V druhej vývojovej fáze zostáva vysoká pôrodnosť, ale vplyvom zlepšovania sociálnych podmienok a pokroku zdravotníctva úmrtnosť klesá a počet obyvateľstva výrazne rastie. V tretej fáze najmä vplyvom rastu úrovne vzdelania a zmien životného štýlu pôrodnosť postupne klesá, ale rýchlejšie klesá úmrtnosť, takže rast obyvateľstva sa spomaľuje. Konečne štvrtá fáza je charakteristická nízkou a kolísajúcou pôrodnosťou a už len miernym poklesom úmrtnosti. Preto celkový počet obyvateľstva krajín zaradených do tejto skupiny rastie len veľmi mierne, stagnuje, prípadne aj klesá.

⁶ Údaje podľa US Census Bureau (www.census.gov) a podľa Statistics Bureau MIC – United Nations.

⁷ Základné požiadavky výstižne vyjadrila pani Dilma Rousseffová, prezidentka Brazílie, keď napísala: „Je potrebné zmeniť štruktúry vládnej moci tak, aby odrážali stav súčasného sveta, najmä Bezpečnostnú radu OSN, MMF a Svetovú banku. Je potrebné vypočuť hlas rozvíjajúcich sa krajín a zohľadniť ich obavy a prínosy.“ Svet 2012, The Economist, s. 54.

Splní novela zákona o konkurze a reštrukturalizácii očakávania?

Jana MARKOVÁ

Vo všeobecnosti sa od prijatia zákona č. 348/2011 Z. z., ktorým sa novelizoval a doplnil zákon o konkurze a reštrukturalizácii, očakávalo okrem iného ozdravenie podnikateľského prostredia od firiem, ktoré by bez legislatívnej zmeny dlhodobejšie prenášali vlastné finančné problémy na svojich obchodných partnerov.

Od začiatku roku 2012, kedy novela zákona nadobudla účinnosť, sa veriteľom výrazne zjednodušili podmienky preukazovania platobnej neschopnosti svojich dlžníkov. **Predpokladalo sa, že dôjde k nárastu počtu tzv. veriteľských konkurzov**, ktoré budú navyše vyhlásené v období, kedy dlžníci ešte disponujú majetkom, speňažením ktorého bude možné uspokojiť pohľadávky veriteľov vo vyššej miere ako po uplynulých rokoch. **Rovnako sa očakávalo, že zavedenie sankcie** (vo výške základného imania, najviac však vo výške dvojnásobku minimálnej výšky základného imania obchodnej spoločnosti ustanovenej zákonom, aj keď boli v pripomienkovom konaní navrhované iné základne pre stanovenie jej výšky) **pre dlžníkov za nesplnenie si povinnosti včas podať návrh na vyhlásenie konkurzu vyvolá nárast počtu konkurzov podávaných samotnými dlžníkmi z dôvodu predĺženia.**

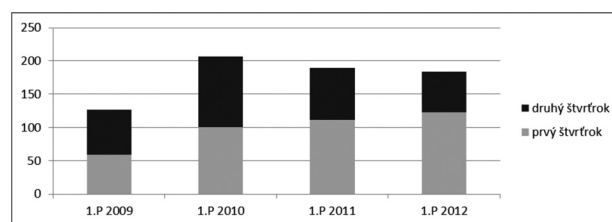
Vývoj v prvom štvrtroku 2012 síce naznačoval, že uvedené predpoklady by mohli byť splnené, avšak výrazný pokles počtu vyhlásených konkurzov v druhom štvrtroku bol prekvapivý. **Domnievame sa, že obdobie pol roka je krátkym časovým úsekom na vyvodzovanie záverov a až vývoj v ďalších mesiacoch ukáže, či tieto očakávania budú naplnené.**

Vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov v SR a v odvetviach

Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v druhom štvrtroku 2012 spôsobil, že **v prvom polroku bolo nakoniec vyhlásených 184 konkurzov, čo je o 5 konkurzov, t. j. o 2,65 %, menej ako v prvom polroku**

2011 (189 konkurzov). V prvom štvrtroku 2012 bolo vyhlásených 123 konkurzov, čo oproti prvému štvrtroku 2011 so 111 vyhlásenými konkurzmi predstavovalo nárast o 12 konkurzov, t. j. o 10,81 %. Ide o najvyšší kvartálny počet vyhlásených konkurzov za celé obdobie, počas ktorého spoločnosť SCB - Slovak Credit Bureau, s.r.o. analyzuje vývoj konkurzov, t. j. od roku 2006. **Naopak v druhom štvrtroku 2012 bolo vyhlásených iba 61 konkurzov, čo je o 17 konkurzov, t. j. o 21,79 %, menej ako v rovnakom období predchádzajúceho roku (78 vyhlásených konkurzov), avšak až o 62 konkurzov, t. j. o 50,41 % menej ako v prvom štvrtroku 2012.** Výraznejší nárast počtu vyhlásených konkurzov v prvom polroku 2010 oproti rovnakému obdobiu v roku 2009 pripisujeme dôsledkom globálnej hospodárskej krízy, ktorá sa v podmienkach SR prejavila okrem iného vo výraznom poklese rastu ekonomiky (graf č. 1).

Graf č. 1: Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v prvých polrokoch 2009 až 2012



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

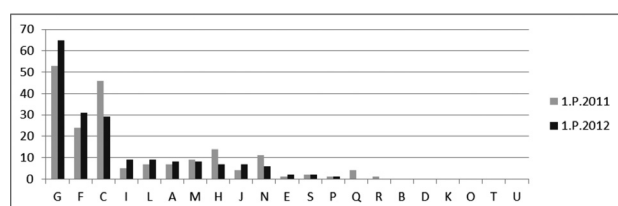
Tak v rámci 21 sekcií ekonomických činností (odvetví) ako aj v jednotlivých krajoch nebol vývoj v počte bankrotujúcich firiem rovnaký a nie vždy zodpovedal vývoju za Slovenskú republiku (SR) ako celok. V prvom polroku 2012 nebol vyhlásený žiadny konkurz v 8 sekciách ekonomických činností a v oboch porovnávaných polrokoch súčasne v 6 sekciách.

Najväčší počet vyhlásených konkurzov bol tak v prvom polroku 2012 ako aj v rovnakom období roku 2011 (podobne ako vo väčšine období, ktoré boli podrobené analýzám) v 3 sekciách: veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G) a stavebníctvo (sekcia F), ktoré predbehlo obvykle druhú v poradí priemyselnú výrobu (sekcia C). Stalo sa tak vôbec po prvýkrát od roku 2006, odkedy analyzujeme vývoj počtu vyhlásených konkurzov za jednotlivé polroky. V prvom štvrťroku 2012 sa počet vyhlásených konkurzov na majetok stavebných firiem „iba“ priblížil ich počtu v priemyselných podnikoch (6 vyhlásených konkurzov v priemyselných odvetviach a 7 v stavebníctve), v druhom štvrťroku ich prekročil o 4 (9 vyhlásených konkurzov v priemyselných odvetviach a 13 v stavebníctve).

V predchádzajúcich analyzovaných obdobiach k 3 sekciám s vysokým počtom vyhlásených konkurzov patrila aj doprava a skladovanie (sekcia H), v ktorej však počet vyhlásených konkurzov medziročne výrazne poklesol a v prvom polroku 2012 bola táto sekcia až ôsma z celkového počtu 13 sekcií, v ktorých bol vyhlásený aspoň 1 konkurz (graf č. 2).

Naopak, najmenší počet vyhlásených konkurzov bol v obidvoch porovnávaných polrokoch vo vzdelávaní (sekcia P) a v prvom polroku 2011 aj v dodávke vody; čistení a odvoode odpadových vôd, odpadoch a službách odstraňovania odpadov (sekcia E) a v umení, zábave a rekreácii (sekcia R).

Graf č. 2: Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v sekciách* za prvý polrok 2011 a 2012



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Napriek celkovému medziročnému poklesu počtu vyhlásených konkurzov za SR ako celok sme vo väčšom počte sekcií (v siedmich) zaznamenali ich nárast (najväčší v odvetviach obchodu a stavebníctva), iba v šiestich sekciách ich pokles (najväčší v priemyselných odvetviach) a v dvoch sekciách sa počet vyhlásených konkurzov nezmenil.

Vzhľadom k rozdielnemu počtu podnikateľských subjektov pôsobiacich v jednotlivých odvetviach a regiónoch sa nám dlhodobo ako ukazovateľ s vyššou vypovedacou schopnosťou pri hodnotení odvetví (regiónov) javí podiel počtu vyhlásených konkurzov k celkovému počtu subjektov pôsobiacich v danom odvetví (regióne). Príkladom je sekcia G – veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov, ktorá mala vo väčšine analyzovaných období najvyšší počet vyhlásených konkurzov, avšak z hľadiska ich podielu nepatrila medzi sekcie s najvyšším rizikom bankrotu (s najvyššími podielmi vyhlásených konkurzov).

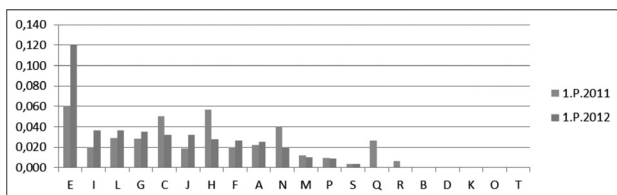
Poradie sekcií z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov sa medziročne výrazne odlišovalo (graf č. 3) s výnimkou odvetvia s najvyšším podielom - dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E, kde bol v prvom polroku 2011 vyhlásený iba 1 konkurz a v prvom polroku 2012 iba 2 konkurzy) a naopak odvetvia s najnižším podielom – ostatné činnosti (sekcia S, kde boli v obidvoch porovnávaných polrokoch vyhlásené rovnako 2 konkurzy). V prvom polroku 2012 sme vysoké podiely vyhlásených konkurzov zaznamenali aj v sekciách, v ktorých podniká menší počet firiem a ktoré doposiaľ nepatrili k tzv. rizikovým odvetviam: ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I) a činnosti v oblasti nehnuteľností (sekcia L).

Najvýraznejšie medziročné zmeny v podiele vyhlásených konkurzov boli v dvoch sekciách. V doprave a skladovaní (sekcia H) sa 50 % pokles počtu vyhlásených konkurzov pri náraste množstva firiem pôsobiacich v odvetví prejavil vo výraznom poklese

* sekcie (zskupenia) ekonomických činností podľa Štatistickej klasifikácie ekonomických činností: veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); stavebníctvo (sekcia F); priemyselná výroba (sekcia C); ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I); činnosti v oblasti nehnuteľností (sekcia L); poľnohospodárstvo, poľovníctvo a rybolov (sekcia A); odborné, vedecké a technické činnosti (sekcia M); doprava a skladovanie (sekcia H); informácie a komunikácia (sekcia J); administratívne a podporné služby (sekcia N); dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); ostatné činnosti (sekcia S); vzdelávanie (sekcia P); zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q); umenie, zábava a rekreácia (sekcia R); ťažba a dobývanie (sekcia B); dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K); verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie (sekcia O); činnosti domácností ako zamestnávateľov; nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T); činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U).

ich podielu a v presune odvetvia z druhej pozície v prvom polroku 2011 na siedmu v prvom polroku 2012. V sekcii administratívne a podporné služby (sekcia N) sa 45 % pokles počtu vyhlásených konkurzov pri náraste množstva firiem pôsobiacich v odvetví tiež prejavil vo výraznom poklese ich podielu a v presune odvetvia zo štvrtej pozície v prvom polroku 2011 na desiatu v prvom polroku 2012.

Graf č. 3: Vývoj podielu vyhlásených konkurzov v sekciách za prvý polrok 2011 a 2012 v %



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Sekcie, ktoré mali najväčší počet vyhlásených konkurzov, neboli z hľadiska ich podielu na prvých pozíciách. V prvom polroku 2012 bola sekcia G (veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov) štvrtá (v prvom polroku 2011 šiesta), sekcia F (stavebníctvo) ôsma (v prvom polroku 2011 desiatu) a sekcia C (priemyselná výroba) piata (v prvom polroku 2011 tretia). Stavebníctvo vzhľadom na cca o 20 % väčší počet stavebných firiem v porovnaní s množstvom priemyselných podnikov malo napriek vyššiemu počtu vyhlásených konkurzov nižší podiel ako priemyselné odvetvia.

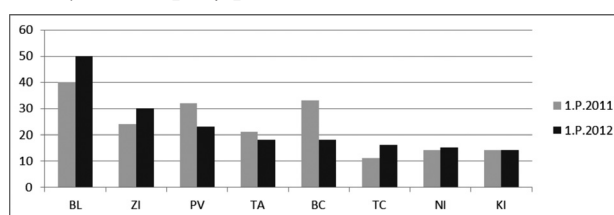
Vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov v krajoch

Nie len v rámci jednotlivých sekcií ekonomických činností, ale aj v rámci regiónov sme v obidvoch porovnávaných polrokoch ako aj v samotnom prvom polroku 2012 zaznamenali rozdielne tendencie vo vývoji počtu a podielu vyhlásených konkurzov. Na rozdiel od odvetví je vývoj v regiónoch obvykle medzi analyzovanými obdobiami (či už sa jedná o štvrťroky, polroky alebo roky) viac premenlivý.

Poradie krajov z hľadiska počtu vyhlásených konkurzov sa v prvom polroku 2012 odlišovalo od ich poradia v rovnakom období roku 2011 (graf č. 4) s výnimkou dvoch krajov: Bratislavského (prvý v poradí) a Prešovského kraja (tretí v poradí). Bra-

tislavský kraj dlhodobo patrí ku krajom s najvyšším počtom vyhlásených konkurzov vo väčšine analyzovaných období a v tomto kraji sme zaznamenali najväčší medziročný nárast počtu vyhlásených konkurzov v prvom polroku 2012 oproti rovnakému obdobiu v roku 2011. Naopak najväčší medziročný pokles bankrotujúcich firiem bol v Banskobystrickom kraji, ktorý bol v prvom polroku 2011 druhý a v prvom polroku 2012 až piaty v poradí krajov. Najmenej vyhlásených konkurzov v prvom polroku 2012 bolo v Košickom kraji a v rovnakom období predchádzajúceho roku v Trenčianskom kraji.

Graf č. 4: Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v krajoch* za prvý polrok 2011 a 2012



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

* klasifikácia krajov: Bratislavský (BL), Žilinský (ZI), Prešovský (PV), Trnavský (TA), Banskobystrický (BC), Trenčiansky (TC), Nitriansky (NI), Košický kraj (KI)

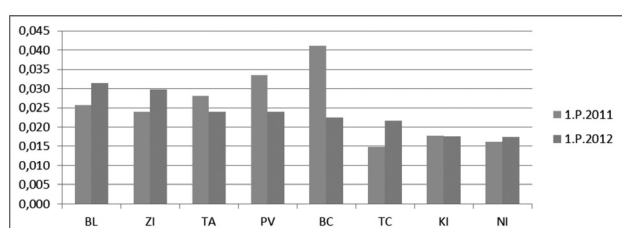
Napriek celkovej tendencii k medziročnému poklesu vyhlásených konkurzov za SR celkom sme v štyroch krajoch – v Bratislavskom, Žilinskom, Trenčianskom a Nitrianskom kraji zaznamenali ich nárast a v Košickom kraji zostal ich počet nezmenený.

Aj poradie krajov z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov sa medziročne zmenilo (graf č. 5), s výnimkou tretieho v poradí – Trnavského kraja. **Výraznejší nárast počtu vyhlásených konkurzov v Bratislavskom kraji sa prejavil aj vo výraznejšom náraste ich podielu a zo štvrtého v poradí v prvom polroku 2011 sa stal krajom s najvyšším podielom bankrotov v prvom polroku 2012. V prvom polroku 2011 sme najvyšší podiel vyhlásených konkurzov zaznamenali v Banskobystrickom kraji, ktorý v dôsledku výrazného poklesu počtu bankrotov klesol v prvom polroku 2012 až na piate miesto v poradí krajov.**

Naopak najmenší podiel vyhlásených konkurzov bol v prvom polroku 2012 v Nitrianskom a v prvom polroku 2011 v Trenčianskom kraji.

Rovnaké poradie z hľadiska podielu a zároveň počtu vyhlásených konkurzov si zachovali v prvom polroku 2012 dva kraje – prvý Bratislavský a druhý Žilinský kraj. V ostatných krajoch sa poradie podľa obidvoch hľadísk odlišovalo iba mierne, o jednu pozíciu. Výraznejšie rozdiely v poradí z obidvoch hľadísk, o jedno až štyri miesta, sme zaznamenali v prvom polroku 2011 vo všetkých krajoch s výnimkou posledného v poradí, Trenčianskeho kraja.

Graf č. 5: Vývoj podielu vyhlásených konkurzov v krajoch za prvý polrok 2011 a 2012 v %

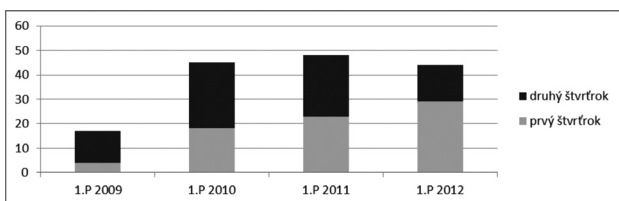


Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií

Pre úplnosť aspoň v krátkosti uvádzame vývoj počtu povolených reštrukturalizácií (graf č. 6), nakoľko tieto sa ako alternatíva konkurzov používajú v podmienkach SR vo veľmi malej miere. Za hlavné dôvody považujeme náročnosť úkonov súvisiacich s procesom reštrukturalizácie, nutnosť súčinnosti veriteľov ako aj ich ochoty uspokojiť svoje pohľadávky postupne, za dlhší čas a riziká s tým spojené.

Graf č. 6: Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v prvých polrokoch 2009 až 2012



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Rovnako ako pri konkurzoch vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v druhom štvrťroku 2012 spôsobil, že v prvom polroku 2012 bolo nakoniec povolených 44 reštrukturalizácií, čo je o 4 reštrukturalizácie, t. j. o 8,33 %, menej ako v prvom polroku 2011 (48 povolených reštrukturalizácií). V prvom štvrťroku 2012 bolo povolených 29 reštrukturalizácií, čo oproti prvému štvrťroku 2011 s 23 reštrukturalizáciami predstavuje ich nárast o 6, t. j. o 26,09 %. Ide o najvyšší počet povolených reštrukturalizácií za obdobie štvrťroka za celé obdobie, počas ktorého spoločnosť SCB - Slovak Credit Bureau, s.r.o. analyzuje ich vývoj, t. j. od roku 2006. Naopak v druhom štvrťroku 2012 bolo povolených iba 15 reštrukturalizácií, čo je o 10, t. j. o 40,00 % menej ako v rovnakom období predchádzajúceho roku (25 povolených reštrukturalizácií). Aj keď ide o rovnakú tendenciu vo vývoji, medziročné tempo poklesu počtu povolených reštrukturalizácií výraznejšie prevýšilo tempo poklesu počtu vyhlásených konkurzov (2,65 %).

V deviatich sekciách ekonomických činností: ťažba a dobývanie (sekcia B); dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K); verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie (sekcia O); vzdelávanie (sekcia P); umenie, zábava a rekreácia (sekcia R); ostatné činnosti (sekcia S); činnosti domácností ako zamestnávateľov; nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T) a činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U) nebola v prvom polroku 2012 a 2011 súčasne povolená ani jedna reštrukturalizácia. V druhom polroku 2012 k nim pribudli ešte dve sekcie: poľnohospodárstvo, poľovníctvo a rybolov (sekcia A) a dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D).

Reštrukturalizácie boli povolené v prvom polroku 2012 vo všetkých krajoch a v prvom polroku 2011 nebola ani jedna reštrukturalizácia povolená iba v jednom kraji - Trnavskom.

Autorkou článku je Ing. Jana Marková, hlavná analytička SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vplyv súčasnej ekonomickej krízy na toky priamych zahraničných investícií (na príklade firiem ropného priemyslu)

Tatiana HLUŠKOVÁ – Daniel KRAJČÍK

Energetika je špecifické odvetvie hospodárstva, ktoré sa neriadi iba na základe trhových princípov, ale premietajú sa doň aj strategické štátne záujmy. Táto vlastnosť ovplyvňuje aj priame zahraničné investície v tomto sektore, ktoré sa vyznačujú inými charakteristikami ako priame zahraničné investície v ostatných odvetviach.

Ropný priemysel prechádza v súčasnosti významnými štrukturálnymi zmenami. Súkromné spoločnosti disponujú potrebnými technológiami, skúsenosťami a kvalifikovanou pracovnou silou. Štátne spoločnosti, ktoré majú prístup k rezervám a v niektorých prípadoch aj k dostatočnému množstvu kapitálu, získavajú čoraz významnejšie postavenie v odvetví. Niektoré z nich (napr. čínske) sa stávajú globálnymi energetickými spoločnosťami so širokým portfóliom investícií po celom svete. Ako vhodné riešenie sa teda javia rôzne formy spolupráce a strategických aliancií medzi týmito dvoma typmi spoločností. Ak však v budúcnosti dôjde k transferu alebo vlastnému nadobudnutiu know-how a technológií, štátne ropné spoločnosti budú schopné uskutočňovať svoju činnosť samostatne, bez spolupráce so súkromnými spoločnosťami. Súkromné spoločnosti však budú bez prístupu k rezervám štátnych spoločností odkázané na ťažbu menej rentabilných a dostupných zdrojov, ktoré sa nachádzajú v oblastiach s menšími obmedzeniami zahraničných investícií.

Ekonomická kríza spôsobila zníženie dopytu po rope a tým pádom prispela aj k zníženiu jej cien. Predpokladaná cena ropy je jedným z dôležitých faktorov, ktoré ovplyvňujú investičné rozhodovanie ropných spoločností. Od schválenia investície po začiatok ťažby často ubehne aj viac ako desať rokov. Vplyv ekonomickej krízy na ťažbu ropy a zemného plynu sa preto pravdepodobne najvýraznejšie prejaví v strednodobom horizonte. Ak nižšie investície skutočne povedú k nižšej ťažbe, môže to spôsobiť zvýšenie cien ropy v budúcnosti. Problémom je aj pokles

ťažby z už produkujúcich nálezísk, ktorý bude treba nahradiť ťažbou z nových ložísk.

Najvýznamnejšia časť ropného priemyslu z hľadiska priamych zahraničných investícií, a teda aj pre výšku ťažby a ceny ropy v budúcnosti, je upstream sektor (prieskum a ťažba). Táto časť ropného priemyslu je zároveň najdôležitejšia pre vývoj svetového hospodárstva ako celku, keďže ropa a zemný plyn sú nenahradiateľnými vstupmi v každej fáze výroby a distribúcie tovarov a komodít.

Upstream investície v roku 2009 klesli po prvýkrát za ostatných 10 rokov. Ekonomická kríza neovplyvnila všetky ropné spoločnosti rovnako. Najväčšie zníženie investícií sa očakávalo u nezávislých prieskumných a ťažobných spoločností z USA a Kanady. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že čím menšia spoločnosť, tým väčšie zníženie investícií. Kým najväčšie ropné spoločnosti financujú investície zo svojho cash-flow, menšie spoločnosti sú vo väčšej miere odkázané na cudzie zdroje. Tieto menšie firmy, tzv. independents, sa však v rokoch 2003 – 2007 podieľali 55% na investíciách do prieskumu. Keďže práve tieto menšie spoločnosti budú krízou postihnuté najviac, môže to mať negatívny dopad na prieskum nových ťažobných lokalít.

Z geografického hľadiska sa najväčší pokles upstream investícií očakáva v regiónoch s najvyššími investičnými nákladmi a tam, kde odvetviu dominujú menšie firmy: teda najmä krajiny mimo OPEC, z nich najviac USA, Kanada, Severné more, ale aj Rusko.

Offshore ťažba (mimo pevniny) by mala byť krízou zasiahnutá menej ako onshore (na pevnine) ťažba. Offshore projekty sú totiž zvyčajne rozsahom väčšie a teda realizované najväčšími súkromnými a štátnymi ropnými spoločnosťami, ktoré sú menej závislé na vonkajších zdrojoch financovania. Takisto viac zasiahnutý bude rozvoj nových ťažobných lokalít ako tých, kde sa už ťažba uskutočňuje.

U najväčších ropných spoločností (super-majors) je jedným z rozhodujúcich faktorov ich stratégia. Spoločnosť TOTAL sa napriek poklesu cash-flow o 37,2% rozhodla zvýšiť svoje investície o 36,5%. Naopak, ConocoPhillips sa po znížení cash-flow o 43,5% rozhodlo znížiť investície o 43,2%.

Hlavnými dopadmi krízy na energetické investície boli náročnejšie získavanie úverov, nižšia ziskovosť a nižšia potreba nových kapacít. Vo výhode boli tie spoločnosti, ktoré financujú investície hlavne z cash-flow, a teda nie sú odkázané na cudzie zdroje. Nižší dopyt a nižšia cena ropy ovplyvnili predpokladanú budúcu cenu ropy a teda aj budúce cash-flow z investícií, čím sa niektoré investície stali nerentabilnými. Kým malé a stredné firmy sú pri získavaní kapitálu do veľkej miery odkázané na cudzie zdroje, veľké firmy financujú investície najmä zo svojho cash-flow (teda z vlastných zdrojov). Malé a stredné firmy (najmä nezávislé prieskumné a ťažobné spoločnosti) sú teda viac ovplyvnené zhoršenými podmienkami na úverovom trhu.

Niektoré štátne ropné spoločnosti sa rozhodli využiť krízu ako príležitosť na zahraničnú expanziu. Štátne spoločnosti nakupovali aktíva, ktoré sa rozhodli súkromné spoločnosti prediť aby zlepšili svoju finančnú situáciu. Jedným z dôsledkov krízy totiž bolo aj zameranie sa na kľúčové činnosti a divestície z menej perspektívnych projektov. Štátne ropné spoločnosti (najmä čínske) profitovali aj z prístupu k dostatočnému množstvu kapitálu, resp. k úverovým zárukám. Kríza takisto prispela k rozvoju schémy loan-for-oil/gas, kedy čínske štátne ropné spoločnosti získali prístup k zdrojom v hostiteľskej krajine výmenou za poskytnutie pôžičky. Osobitnou kapitolou sú štátne spoločnosti, ktoré odvádzajú veľkú časť príjmov do štátneho rozpočtu a neostávajú im prostriedky na investície (napr. National Iranian Oil Company).

Najviac postihnuté krízou boli vysokorizikové projekty a projekty na ťažbu nekonvenčných zdrojov. Neconvenčné zdroje sa vyznačujú vysokými jednotkovými nákladmi ťažby, a preto sú tieto projekty rentabilné iba pri vyšších očakávaných cenách ropy. Najviac zasiahnutá bola ťažba z kanadských ropných pieskov. Ropa z nich získaná je určená najmä pre americký trh, na ktorom sa výrazne prejavil pokles dopytu.

Keďže od schválenia investície po začatie ťažby môže uplynúť až 20 rokov, reálny dopad krízy na výšku ťažby bude možné zhodnotiť až o niekoľko

rokov. Ak nižšie investície skutočne povedú k nižšej ťažbe, môže to spôsobiť zvýšenie cien ropy v budúcnosti. Problémom je aj pokles ťažby z už produkujúcich nálezísk, ktorý bude treba nahradiť ťažbou z nových ložísk.

Problematický je podiel investícií do prieskumu na upstream investíciách, ktorý je v súčasnosti okolo 15%. Kým v USA bolo uskutočnených viac ako milión skúšobných vrtov, niektoré iné krajiny s veľkým potenciálom (napr. Saudská Arábia) zatiaľ neboli dostatočne preskúmané. Dôveryhodnosť odhadov rezerv je často otázná. Spojené arabské emiráty už 11 rokov vykazujú rovnakú výšku rezerv, podobne aj Rusko a Irak. Význam prieskumu sa bude s postupným vyčerpávaním produkujúcich lokalít zvyšovať, a takisto by sa mal zvyšovať aj jeho podiel na upstream investíciách.

Dá sa predpokladať, že financovanie energetických investícií bude v strednodobom horizonte náročnejšie ako pred krízou, jednak kvôli obťažnejšiemu získavaniu cudzích zdrojov, jednak kvôli poklesu cash-flow, z ktorého ropné spoločnosti financujú investície. Okrem toho, dopyt po rope je z krátkodobého hľadiska viac citlivý na okamžité zmeny ekonomickej aktivity ako na pohyb ceny ropy. Ropné spoločnosti si preto musia byť isté dlhodobjším zvýšením dopytu pred tým, ako výrazne navýšia svoje investície.

Recesia síce znížila ceny ropy z krátkodobého hľadiska, ale zo strednodobého hľadiska ich môže zvýšiť, ak účinok nižších investícií preváži nad účinkom zníženého dopytu. Na druhej strane, nižšie ceny fosílnych palív prispeli k zníženiu investícií do alternatívnych zdrojov energie. Zo strednodobého hľadiska to môže vyústiť do zvýšenia emisií CO₂ a zvýšenia dopytu po fosílnych palivách.

Priame zahraničné investície budú v niektorých krajinách rozhodujúcim faktorom pri udržaní (Mexiko), resp. zvýšení ťažby (Irak). Hlavným dôvodom sú nedostatočné technologické vybavenie a nedostatok kvalifikovaných pracovných síl v týchto krajinách. Nárast ťažby možno vo všeobecnosti očakávať v krajinách, kde existuje politická vôľa na jej zvýšenie a zároveň disponujú dostatočnými rezervami.

Do budúcnosti sa očakáva zvýšenie ťažby z nekonvenčných zdrojov (ropné piesky, venezuelská extra ťažká ropa), zvýšenie hlbokomorskej ťažby (najmä v krajinách mimo OPEC) a zvýšenie podielu LNG na obchode so zemným plynom. Prírastok ťažby bude pochádzať najmä zo Saudskej Arábie, Kataru a Iraku.

Zhodnotenie vplyvu ekonomickej krízy na investície super-majors

Investície šiestich najväčších súkromných ropných spoločností (super-majors) v roku 2008 medziročne vzrástli – najväčší nárast bol zaznamenaný u Royal Dutch Shell (91,1%)¹, najmenší u Chevronu (13,7%).² Jedným z dôvodov bol nárast cash-flow v dôsledku vysokých cien ropy v roku 2007, keďže cash-flow je hlavným zdrojom financovania investícií super-majors.

V roku 2008 ceny ropy pokračovali v raste až na svoje historické maximum 147,27 USD za barel 11.7. 2008. Tento rast prispel k rekordným cash-flow v roku 2008. V druhej polovici roka sa však naplno začali prejavovať dôsledky ekonomickej krízy spojenej s poklesom dopytu po rope. Cena ropy sa znížila o viac ako 75% v porovnaní so svojím maximom, na 33,87 USD za barel (21.12. 2008). Napriek dostatku finančných zdrojov z cash-flow, super-majors sa rozhodli svoje investície znížiť. Dôvodom bola neistota ohľadne dôsledkov a trvania ekonomickej krízy, a teda aj neistý vývoj dopytu po rope a jej ceny.

Keďže rentabilita investícií sa počíta pri určitej predpokladanej cene ropy, zníženie tejto ceny malo za následok zníženie rentability investícií. To v niektorých prípadoch viedlo k odloženiu, resp. k zrušeniu investícií. Najväčší pokles investícií zaznamenal ConocoPhillips (-43,2%)³.

Naopak, napriek poklesu cash-flow o 37%, TOTAL v roku 2009 medziročne zvýšil investície o 36,5%.⁴ Dôvodom bola snaha udržať investície na úrovni, ktorá by zaručovala ďalší nárast ťažby a udržanie najnižších technických nákladov spomedzi super-majors. Ďalšou spoločnosťou, ktorá v roku 2009 zvýšila investície, bol ExxonMobil (3,6%). Ako súkromná ropná spoločnosť s najvyššími tržbami a cash-flow sa takisto rozhodol udržať úroveň investícií aj počas krízy.

Napriek zlepšeniu ekonomickej situácie, v roku 2010 medziročne znížili svoje investície Royal Dutch Shell, Chevron a ConocoPhillips. Najväčší nárast investícií (18,9%) zaznamenal ExxonMobil, a to napriek poklesu cash-flow o 54,4% v roku 2009. Druhý najväčší nárast zaznamenal TOTAL (15,9%), aj pri poklese cash-flow o 34%. V roku 2010 firma predala za 4 mld. USD aktíva, ktoré nepatrili ku kľúčovým (Mexický záliv, Nórsko, Kamerun) a z výnosy použila aj na investície.

Podiel upstream investícií na celkových investíciách sa v sledovanom období pohyboval od 68,6% (TOTAL v roku 2010) po 89,9% (Royal Dutch Shell v roku 2008). V roku 2009 sa tento podiel u super-majors znížil, resp. udržal na rovnakej úrovni. V roku 2010 sa tento podiel okrem TOTALu zvýšil u všetkých super-majors, čo naznačuje oživenie upstream investícií po krízovom roku 2009. Až u štyroch spoločností bol tento podiel vyšší ako 81%.

Je však znepokojujúce, že najviac 20% upstream investícií smeruje do prieskumu, väčšinou je to ešte menej ako 15%. Ťažba z už produkujúcich polí sa však bude v budúcnosti znižovať a je otázne, či ju budú spoločnosti schopné nahradiť novými objavmi. V roku 2008 sa upstream investície super-majors bez výnimky zvýšili, najviac u Royal Dutch Shell (108,5%). Táto spoločnosť mala počas sledovaného obdobia 2007 – 2010 najvyšší, resp. druhý najvyšší podiel upstream investícií na celkových investíciách.

V roku 2009 sa upstream investície znížili u štyroch spoločností: Royal Dutch Shell, BP, Chevron a najviac ConocoPhillips (-46%). Najväčší nárast upstream investícií bol u TOTALu (34,5%). V roku 2010 klesli upstream investície u dvoch spoločností, najviac opäť u ConocoPhillips (-4,6%). Najväčší nárast upstream investícií bol u ExxonMobilu (32%).⁵

Najväčší percentuálny pokles investícií zaznamenala najmenšia spoločnosť – ConocoPhillips, čo potvrdzuje predpoklad, že čím menšia spoločnosť, tým väčší negatívny dopad krízy na investície.

Vplyv krízy na priame zahraničné investície čínskych štátnych ropných spoločností

Finančná a hospodárska kríza pre čínske štátne ropné spoločnosti znamenala príležitosť, nie hrozbu. Čínske firmy mali možnosť odkúpiť kvalitné aktíva od zahraničných spoločností, ktoré sa dostali do finančných problémov, za výhodnejšie ceny. Ďalšou príležitosťou bolo poskytnutie úverov štátom s finančnými ťažkosťami výmenou za zdroje (loan-for-oil/gas). Táto skutočnosť ukazuje, že čínske štátne ropné spoločnosti a ďalšie organizácie (napr. China Development Bank) dokázali rýchlo využiť možnosti, ktoré sa im v období krízy naskytli. Okrem toho ostatné ropné spoločnosti svoje investičné výdavky skôr znižovali a nepredstavovali pre čínske spoločnosti konkurenciu. Pokles upstream nákladov kapitálu o 12% v roku 2009 a postupná apreciácia čínskeho jüanu takisto urobili

investovanie v zahraničí lacnejším. Navyše, čínske spoločnosti majú konkurenčnú výhodu v podobe prístupu k čínskym devízovým rezervám, ktoré sú najväčšie na svete.

Zahraničné investície čínskych štátnych ropných spoločností budú v budúcnosti významne prispievať k zvyšovaniu dodávok ropy a zemného plynu. Čínske ropné spoločnosti v roku 2009 investovali do fúzií a akvizícií 18,2 mld. USD, čo predstavovalo 13% celkových fúzií a akvizícií v tomto sektore (144 mld. USD) a 61% fúzií a akvizícií štátnych ropných spoločností (30 mld. USD). V prvom štvrťroku 2010 to bolo dokonca 20% celkových fúzií a akvizícií.⁶

Zahraničné vlastnícke podiely čínskych štátnych ropných spoločností na ťažbe vzrástli z 1,1 mil. bbl/deň v roku 2009 na 1,36 mil. bbl/deň v roku 2010. Čínske ropné spoločnosti pôsobia v 31 štátoch a majú vlastnícky podiel na ťažbe v 20 štátoch, najviac v Kazachstane, Angole, Sudáne a Venezuele.

Zahraničná ťažba čínskych štátnych ropných spoločností v prvom štvrťroku 2010 predstavovala 36% objemu čínskeho importu. Iba časť z nej však bola skutočne dovezená do Číny. Zvyšok bol predaný na miestnych alebo zahraničných trhoch. Najvýraznejším príkladom je čínsky podiel na ťažbe vo Venezuele. Táto ropa bola takmer výhradne predávaná na miestnom trhu kvôli vysokým prepravným nákladom do Číny a skutočnosti, že čínske rafinérie nedokážu spracovať venezuelskú ťažkú ropu. Táto prekážka však bude v blízkej budúcnosti odstránená: PetroChina vytvorila joint-venture s venezuelskými firmami na výstavbu rafinérie v južnej Číne, ktorá bude schopná tento druh ropy spracovať.

Priame zahraničné investície sú súčasťou stratégie Going Out, ktorej cieľom je zabezpečiť dodávky energetických nosičov do Číny v dostatočnom množstve.

Jedným zo strategických prístupov k PZI je market-for-resource, čo znamená, že hostiteľská krajina výmenou za dodávky zdrojov získa prístup na čínsky trh. Táto stratégia je využiteľná najmä pri partnerstvách s štátnymi spoločnosťami z krajín s rozsiahlymi zdrojmi. Výsledkom je zlepšenie vzťahov, preferenčné zaobchádzanie s čínskymi spoločnosťami alebo príležitosť získať prístup k ďalším zdrojom. Súkromné ropné spoločnosti tento motív využívajú ako príležitosť rozšíriť svoju prítomnosť na čínskom downstream trhu (napr. budovanie čerpacích staníc alebo rafinérií).

V období krízy sa významne rozmohli zahraničné investície v rámci schémy loan-for-oil/gas. Ku koncu roka 2010 Čína poskytla štátom pôžičky v celkovej hodnote 77 mld. USD výmenou za dlhodobý prístup, resp. dodávky zdrojov. Počas krízy, najmä v roku 2009, krajiny bohaté na zdroje potrebovali finančné prostriedky, ale nechceli predávať svoje aktíva. Čínske spoločnosti podpísali tieto dohody s deviatimi krajinami: Angola, Bolívia, Brazília, Ekvádor, Ghana, Kazachstan, Rusko, Turkmenistan a Venezuela. Dôvodom je hlavne diverzifikácia dodávok zo Stredného Východu a Afriky. Napriek rozmachu v období krízy, tento postup čínske spoločnosti nepreferujú. Dôvodom je viacero: riziko zmeny vlády a vypovedania dohody či riziko nižších dodávok ako dohodnutých. Keďže kvalitné aktíva v súčasnosti nebývajú na predaj, táto alternatíva sa javí ako vhodná v krajinách, kde existuje zdrojový nacionalizmus.

*Autormi článku sú Ing. Tatiana Hlušková
a Ing. Daniel Krajčík, PhD.
z Ekonomickej univerzity v Bratislave*

¹ ROYAL DUTCH SHELL. 2009. Annual Report and Form 20-f for the Year Ended December 31, 2008. [online]. [citované 2010-06-10]. Dostupné na internete: <http://www.static.shell.com/static/investor/downloads/financial_information/reports/2008/2008_shell_annual_report_20f.pdf>

² CHEVRON. 2009. 2008 Supplement to the Annual Report. [online]. [citované 2010-06-02]. Dostupné na internete: <<http://www.chevron.com/documents/pdf/Chevron2008AnnualReportSupplement.pdf>>

³ CONOCOPHILLIPS. 2010. 2009 Summary Annual Report. [online]. [citované 2010-05-26]. Dostupné na internete: <http://www.conocophillips.com/EN/about/company_reports/Documents/ConocoPhillips_09AR-Summary.pdf>

⁴ TOTAL. 2010. Perspectives 2009 Annual Report. [online]. [citované 2010-06-15]. Dostupné na internete: <http://www.total.com/MEDIAS/MEDIAS_INFOS/3315/EN/Total-2009-perspectives.pdf>

⁵ EXXONMOBIL. 2011. 2010 Financial & Operating Review. [online]. [citované 2010-04-01]. Dostupné na internete: <http://www.exxonmobil.com/Corporate/Files/news_pubs_fo_2010.pdf>

⁶ IEA. 2011. Overseas Investments by Chinese National Oil Companies. [online]. [citované 2011-02-01]. Dostupné na internete: <http://www.iea.org/papers/2011/overseas_china.pdf>

10. ročník konferencie SAF

Finančné riadenie podnikov

pod záštitou guvernéra NBS Jozefa MAKÚCHA

Slovenská asociácia podnikových finančníkov organizuje tohto roku už desiaty ročník odbornej konferencie „Finančné riadenie podnikov“. Pri príležitosti tohto jubilejného stretnutia podnikových finančníkov sme o prihovor požiadali čestného prezidenta SAF Františka Chvostaľa – jedného z otcov myšlienky organizácie a zakladateľa tohto podujatia.

Vážení priatelia, stalo sa už pravidlom, že raz do roka sa stretávame na odbornej konferencii, ktorú organizuje Slovenská asociácia podnikových finančníkov (SAF) a tohto roku je to už po 10-ty krát.

Zameranie našej odbornej konferencie zodpovedá podstate nášho stavovského združenia a je stále to isté „Finančné riadenie podnikov“. Aj keď sa to opakuje, stále je veľa otvorených otázok a je o čom sa zamýšľať. Nuž, ale prečo? Tak ako sa mení prostredie – finančné riadenie podnikov v ňom nesmie zaostávať.

Svojho času sme sa zamýšľali nad potrebou vytvorenia SAF – bolo to obdobie veľkých zmien – otvorili sme sa svetu, dolaďovali sme názory na trhové hospodárstvo, vytvárali sme podmienky pre vstup zahraničných investícií a snažili sme sa byť minimálne komunikációschní v oblasti názorov na terminológiu, hodnotu firmy, účtovných štandardov, princípov opatrnosti pri hodnotení výsledkov firmy,... Bolo veľa otázok na ktoré sme nemali jednoznačné odpovede, respektíve sa dosť ťažko hľadali a nakoniec presadzovali do legislatívy, či praxe. Áno, to nás presvedčilo, že aj takéto stavovské združenie ako SAF bude dobré a mali sme aj príklady ich fungovania v zahraničí (napr. Francúzsko).

Následne sme stáli pred otázkou vstupu do EÚ a potom sme si hľadali, či hľadáme svoje miesto v nej. Potrápila nás eurozóna a prechod na EURO a vtedy bolo dobré, keď sme sa mohli stretávať na platforme SAF a hľadať spoločné riešenia, či sa vzájomne povzbudzovať v odvahe a bolo dobré, keď sme mali

v tom čase už oporu v partnerskej asociácii v Európe, či vo svete a boli sme členmi svetovej, či európskej asociácie podnikových finančníkov.

Keď sa zdalo, že sme šťastne zvládli tieto strmé schody európskej integrácie – mnohí si to iste pamätajú – počas rokovania našej konferencie v roku 2008 náhle z nej odišli novinári, aby sa zúčastnili na prvých oficiálnych správach, či vyhláseniach našej vlády – bola tu nevídaná situácia pre našu generáciu – finančná kríza v USA – bol to určite otras, ktorý sa preniesol rýchlo aj do nášho prostredia a my sme sa začali obávať o svoje podniky, svoje financie,... o svoje bytie... Teraz sme kdesi v niektorej etape priebehu finančno-hospodárskej krízy. Život nie je jednoduchý, ale asi sa budeme musieť principiálne vrátiť k poctivej práci, bez tvorby pridanej hodnoty by sme asi nemali vyplácať prémie,... Fiktívne obchody nás neuživí, určite nie všetkých. Musíme sa vrátiť z divadelného predstavenia finančno-hospodárskej krízy domov a začať reálny život viacej orientovaný na poctivú prácu.

Čo nás čaká vo finančnom riadení v našich firmách okrem opatrného a zabezpečeného nakladania s finančnými zdrojmi? Naznačil to aj prezident našej asociácie p. Révaj vo svojom úvodníku v predchádzajúcom čísle Finančného manažéra, z ktorého vyberám:

Cez našu účasť v členstve v Európskej asociácii podnikových finančníkov (EACT) by sme mali ovplyvňovať tvorbu legislatívnych podmienok na úrovni EÚ, aby boli vytvárané tak, aby vyhovovali aj našim podmienkam a na druhej strane, aby boli správne transportované do práva SR. V tejto súvislosti dávam do pozornosti aj rozhovor s predsedom Európskej platobnej rady (European Payments Council) pánom Gerardom Hartsinkom, ktorý bol zverejnený v júnovom vydaní časopisu „tmi“ – treasury management international, ktorý vydáva Európska asociácia podnikových finančníkov. Naznačil, čo všetko čaká krajiny eurozóny a ich národné platobné schémy do

roku 2014 a aké technické, či obchodné požiadavky je treba zrealizovať, aby bola SEPA regulácia zrealizovaná a dosiahnuté očakávané prínosy.

Vyvinuté štandardy (direktíva platobných systémov, SEPA, medzinárodné účtovné štandardy) a nástroje na ovplyvňovanie regulácie pomáhať dostávať do praxe.

Vážení priatelia, povzbudíme sa do optimistickejšieho prežívania, ale hlavne hľadania východísk z nie ľahkého krízového obdobia. Len spoločne nájdeme správne východiska, či ďalšie smery pohybu a aj odborná konferencia SAF nech vytvára priestor na tejto ceste poznania, hľadania, prijímania správnych rozhodnutí ...

Program konferencie „Finančné riadenie podnikov“

Termín konania: **23. – 24. októbra 2012**

Miesto konania: **Austria Trend Hotel, Bratislava**

23. 10. 2012

16,00 – 17.30 Workshop J.P. Morgan AM

18,00 – Slávnostné zahájenie konferencie s udeľovaním ocenení SAF a CECGA

24. 10. 2012

08.30 – 09.00 Prezencia

09.00 – 10.15 **Makroekonomický blok** – moderuje Andrej Révay, prezident SAF

Predikcia vývoja ekonomiky Slovenska, dlhová kríza – **J. Makúch, guvernér NBS**

Fiškálna politika vlády SR – **Vazil Hudák, štátny tajomník MF SR**

Úloha a možnosti Fiškálnej rady pri dlhodobej udržateľnosti hospodárenia SR. – **Ivan Šramko, predseda Rady pre rozpočtovú zodpovednosť**

Diskusia

10.15 – 10.30 Prestávka s občerstvením

10.30 – 11.45 **Riziká dlhovej krízy, regulácia bánk, špecifická úloha bánk** – moderuje E. Kohútiková

Blok s použitím hlasovacích zariadení na začiatku a na konci

Dlhová kríza v eurozóne – možnosti riešenia cez fiškálnu a menovú politiku – **Ján Tóth, predseda Klubu ekonomických analytikov**

Úloha bánk – význam a dôležitosť bánk pre financovanie podnikov, postavenie bánk – kontrola, regulácia, zdaňovanie bánk, korporátne financovanie

– vývoj, problémy, očakávania – **Elena Kohútiková, členka predstavenstva a zástupkyňa generálneho riaditeľa VÚB, a.s.**

Vyhodnotenie hlasovania a diskusia

11.45 – 13.00 Prestávka na obed

13.00 – 14.15 **Finančné riadenie podnikov** – moderuje Miroslav Bielčík, SAF

Riadenie likvidity, cash flow forecast – **Michal Eberle, Salmon Software**

Využívanie analytických nástrojov v controllingu – **IBM Slovensko**

Predpoklady úspechu získania bankových zdrojov pre SME – **Peter Matúš, Tatra banka**

Diskusia

14.15 – 14.30 Prestávka s občerstvením

14.30 – 15.45 **Aktuálne otázky podnikateľského prostredia** – moderuje Miroslav Galamboš, SAF

Blok s použitím hlasovacích zariadení na začiatku a na konci

Vývoj daňovej legislatívy v období konsolidácie verejných financií – **Adrián Belánik, generálny riaditeľ sekcie daňovej a colnej MF SR**

Zlepšenie podnikateľského prostredia, Investičné stimuly pre tuzemské i zahraničné spoločnosti, podpora v zamestnanosti – **MH SR**

Vyhodnotenie hlasovania a diskusia

15.45 – 16.00 **Infoblok SAF**

Medzinárodne akceptované vzdelávanie ACT

Aktivity SAF do konca roka 2012

16.00 **Záver konferencie**

Kto je Treasurer

Jana OSTROVSKÁ

Jednou z oblastí, ktorej podniky v dôsledku finančnej krízy začali venovať zvýšenú pozornosť, je treasury. Treasury sa v podniku zaoberá širokou škálou úloh súvisiacich so zabezpečením a riadením finančných prostriedkov pre podnik. To predovšetkým zahŕňa činnosti ako riadenie likvidity, získavanie a alokácia finančných zdrojov, riadenie finančného rizika. V dôsledku nestabilného ekonomického prostredia posledných rokov sa stáva úloha podnikového treasurerera čoraz komplexnejšia a náročnejšia.

Problematike rastúceho významu treasury sa venuje publikácia „20 issues on increasing significance of corporate treasury“ vypracovaná britskou The Association of Corporate Treasurers (ACT) a austrálskym Institute of Chartered Accountants. Cieľom publikácie je vysvetliť funkcie, ktoré plní treasury v podniku a aké aspekty musí treasury pri ich vykonávaní brať do úvahy.

Hlavná časť publikácie sa venuje nasledovným oblastiam treasury:

1. Riadenie
2. Financovanie podniku
3. Cash manažment a likvidita
4. Manažment rizika
5. Fungovanie a kontrola treasury

Prvá časť Riadenie poukazuje na úlohu, ktorú zohráva treasury pri zostavovaní a vykonávaní finančnej stratégie podniku. Od finančnej stratégie sa následne odvíja politika treasury opísaná v samostatnom dokumente. Ide o dokument, ktorý schvaľuje vedenie podniku a ktorý slúži ako nástroj delegovania presne vymedzených právomocí v oblasti finančného rozhodovania a riadenia z vedenia podniku na oddelenie treasury. Obsahom dokumentu sú obvyčajne právomoci a zodpovednosť jednotlivých členov treasury, ako aj limity a postupy pre jednotlivé operácie vykonávané treasury. Dôležitým predpokladom správneho

fungovania treasury je aj adekvátne vzdelanie členov treasury.

V oblasti financovania podniku je úlohou treasury zabezpečiť finančné zdroje v súlade s kapitálovou štruktúrou stanovenou vedením podniku. Ide predovšetkým o pomer medzi vlastnými a cudzími zdrojmi financovania, čo následne okrem iného výrazne ovplyvňuje rating podniku a výnosnosť aktív. Pri zabezpečovaní finančných zdrojov musí treasury zvažovať možnosti financovania a ich spoľahlivosť, časový horizont, v ktorom podnik dané finančné zdroje potrebuje, vytvorenie optimálnej rezervy, no zároveň aj z toho vyplývajúce záväzky a náklady financovania. S oblasťou financovania úzko súvisí vlastné kreditné riziko podniku, ktorého výrazom je rating podniku. V prípade podnikov, ktoré vydávajú verejne obchodované dlhopisy, je rating stanovený medzinárodnými ratingovými agentúrami. No každý podnik má svojich dodávateľov, zákazníkov, veriteľov, ktorí potrebujú ohodnotiť schopnosť podniku plniť svoje záväzky minimálne v krátkom a strednodobom horizonte. Úloha treasury tu spočíva v projektovaní cash flow a testovaní jeho vývoja pri rôznych scenároch budúceho vývoja, a tým monitorovanie a riadenie možných výpadkov cash flow.

Práve riadenie cash flow a likvidity je najzákladnejšou úlohou treasury. Nedostatok likvidity môže položiť celý podnik, bez ohľadu na to, aký je veľký, či dôležitý. Najdôležitejšími nástrojmi riadenia likvidity sú cash manažment, manažment pracovného kapitálu a riadenie úverových možností. V oblasti cash manažmentu je úlohou treasury zabezpečiť efektívny tok peňažných prostriedkov. Jedným z najpoužívanějších nástrojov je cash pooling, či už formou fyzickej koncentrácie peňažných prostriedkov alebo na fiktívnej báze formou úrokových kompenzácií. Riadenie pracovného kapitálu vyžaduje koordinovaný prístup viacerých oddelení. Treasury potrebuje byť informované

o pracovnom kapitály z dôvodu riadenia toku peňazí a plánovania financovania. Na druhej strane znalosť treasury o rôznych spôsoboch financovania jednotlivých častí pracovného kapitálu môže prispieť k efektívnejšiemu využitiu finančných prostriedkov. Dôležitou úlohou treasury pri riadení likvidity je riadenie rizika zlyhania protistrany. Ide o riziko vyplývajúce zo zlyhania bánk či iných protistrán, s ktorými podnik vstupuje do finančných transakcií. Do roku 2008 sa banky považovali za málo rizikové, v súčasnosti sú mnohé slabšie ako niektoré podniky. Treasury stanoví a monitoruje limity pre každú protistranu. V prípade zhoršenia ratingu ktorejkoľvek z protistrán musí treasury znížiť objem obchodov i limit danej protistrany.

Ďalšou oblasťou, ktorá patrí do kompetencie treasury je riadenie finančných rizík. Stratégia riadenia finančných rizík sa odvíja od celkovej podnikovej stratégie riadenia rizika, ktorú schvaľuje vedenie podniku. Treasury obvyčajne pravidelne informuje vedenie podniku o vývoji finančného rizika, o uzatvorených hedgových operáciách a o výške ostávajúcej otvorenej pozície. Čo sa týka druhov finančných rizík, najčastejšie sa treasury stretáva s riadením menového (strategické, pred-transakčné, transakčné a súvahové) a úrokového rizika.

Posledná časť publikácie je venovaná fungovaniu a kontrole treasury. Vzhľadom k podstate operácií treasury, t.j. spravovanie značného objemu finančných prostriedkov, prístupu k finančným trhom a schopnosti odosielať platby, je potrebné mať nastavený efektívny systém internej kontroly. Ten spočíva predovšetkým v autorizácii a odsúhlasení finančných transakcií prostredníctvom právomocí stanovených politikou treasury, oddelením po sebe nasledujúcich činností súvisiacich so spracovaním finančných transakcií (obchodovanie, zaznamenávanie, potvrdzovanie, vyrovnanie a rekonciliácia), zabezpečenie prístupov k informačným systémom, kontrola záznamov, pravidelné informovanie a interný audit. Pri plnení úloh treasury sú nepostrádateľným nástrojom treasury manažment systémy. Tie umožňujú automatizáciu procesov, sofistikované výpočty, komunikáciu s internými a externými protistranami, monitorovanie rizika a pod. Hoci sú tieto systémy vo väčšine prípadov značne finančne náročné, efektívny systém uľahčuje spracovanie a riadenie toku informácií, zabezpečuje kontrolu procesu spracovania finanč-

ných transakcií, umožňuje definovať prístupové práva, a tým zabezpečiť oddelenie činností, poskytuje na mieru ušité správy a umožňuje zúčtovanie transakcií v súlade s IFRS. Práve treasury transakcie podliehajú rýchlym zmenám účtovných postupov. Najdôležitejšími medzinárodnými štandardami, ktoré majú zásadný vplyv na treasury sú IAS 32, IFRS 7 (Prezentácia a informovanie o finančných nástrojoch) a IAS 39 (Účtovanie derivátov a hedgových transakcií).

V závere publikácia poukazuje na dôsledky globálnej finančnej krízy pre fungovanie a rast významu treasury. Rozkolísané finančné trhy, ktoré priniesli okrem iného rast mnohých finančných rizík a zmenu tradičných zdrojov financií pre podnik, predstavujú nové výzvy pre treasury a zároveň prispievajú k prominentnejšiemu zaobchádzaniu vedenia podniku s treasury.

Tento posun vo vnímaní významu treasury sa prejavuje aj v oblasti treasury vzdelávania. ACT, ktorá ponúka komplexné profesionálne vzdelávanie v oblasti treasury, nedávno uviedla, že skúšky v rámci programov treasury vzdelávania sa konali v rekordnom počte miest. Jedným z týchto miest bola aj Bratislava, kde som vďaka SAF mohla robiť poslednú skúšku v rámci programu AMCT (Associate Member of Corporate Treasurers) Diploma.

AMCT Diploma predstavuje jeden zo vzdelávacích programov ACT. Ide o ucelenú a medzinárodne uznávanú kvalifikáciu v oblasti treasury.

Štúdium, ktoré je organizované on-line formou s možnosťou doplnkových vyučovacích a opakovacích hodín v klasickej triede pod vedením lektora, pozostáva z troch úrovní:

1. Certifikát zo základov podnikových financií – cieľom tejto úrovne je sprostredkovať základné poznatky potrebné pre oblasť treasury. Certifikát sa skladá zo štyroch skúšok – Účtovníctvo, Podnikové dane, Obchodné právo a Základy ekonómie a štatistiky. Každá z týchto skúšok vyžaduje približne 50 hodín štúdia. V tejto úrovni je možné získať výnimku a požiadať ACT o uznanie v minulosti už absolvovanej podobnej skúšky napr. kvalifikovaní účtovníci môžu požiadať o uznanie jednotlivých skúšok a prejsť rovno do druhej úrovne.
2. Certifikát z medzinárodného treasury manažmentu – certifikát je zameraný na základné ob-

lasti, princípy a techniky treasury, manažmentu rizika a financií v medzinárodnom prostredí. Táto úroveň je povinná pre všetkých študentov a príprava na skúšku vyžaduje okolo 120 až 150 hodín štúdia.

3. Dva certifikáty podľa vlastného výberu – študenti majú možnosť zvoliť si dva ďalšie certifikáty podľa vlastného výberu. V ponuke sú štyri certifikáty – medzinárodný cash manažment, risk manažment, financovanie podniku, finančná matematika a modelovanie. Cieľom tejto úrovne je umožniť študentom získať špecifické poznatky, postupy a techniky v oblastiach podľa ich vlastného záujmu. V priemere je potrebných 120 až 150 hodín na prípravu na jeden certifikát.

Úspešné štúdium je ukončené prijatím za Pridruženého člena ACT (AMCT).

Osobné skúsenosti s AMCT

Moja cesta smerom k získaniu AMCT Diploma sa začala Certifikátom z Medzinárodného treasury manažmentu (CertITM), ktorý som sa rozhodla absolvovať v roku 2008. Bolo to v čase, keď som nastúpila na oddelenie Treasury vo firme Experian v Dubline. Keďže moje predošlé skúsenosti v oblasti treasury sa týkali najmä cash manažmentu, chcela som sa dozvedieť viac o ďalších oblastiach treasury, s ktorými som denne stretávala. Preto, keď som sa prostredníctvom SAF dozvedela o pilotnom programe CertITM v ponuke ACT, prihlásila som sa na toto štúdium. Vďaka SAF som podobne ako ostatní slovenskí študenti získala zaujímavú zľavu zo študijného poplatku.

Vo vzdelávaní som pokračovala Certifikátom z Finančnej matematiky a modelovania. Skúšku som podobne ako v prípade CertITM robila v Dubline. Po asi ročnej prestávke som absolvovala Certifikát z Risk manažmentu a následne začala Certifikát z Finančných základov podniku. Nakoľko som v tom čase už pracovala v Prahe, po dohode s ACT som skúšky

mohla vykonať v Prahe. Posledné skúšky v rámci Certifikátu z finančných základov podniku, a teda aj AMCT Diploma, som po dohode s ACT a vďaka umožneniu zo strany SAF robila v Bratislave, kde som v tom čase bývala.

Čo sa týka časovej náročnosti, odhad ACT je v priemere asi 150 hodín štúdia na jeden certifikát. Skúšky sa konajú dvakrát do roka a to v apríli a októbri. Čas prípravy na jeden certifikát je naplánovaný na jeden polrok. V prípade ak študent potrebuje viac času na prípravu, môže požiadať ACT o presun skúšky na nasledujúci polrok. Pre mňa bol odhad ACT celkom reálny, hoci bolo niekedy dosť náročné nájsť si čas a energiu na štúdium popri zamestnaní. V prípade Certifikátu z finančných základov podniku som využila možnosť presunu skúšky na ďalší termín. ACT s presunom žiadny problém nemala, išlo skôr o formálne dodržanie termínov na požiadanie o presun. Podobne to bolo aj s miestom skúšky. Štandardne sa skúšky konajú v Londýne, no ak sa študent dohodne s dôveryhodnou lokálnou inštitúciou ako napr. Britský inštitút, lokálna asociácia treasury či univerzita, ktorú mu odsúhlasí ACT, je možné skúšku vykonať v ich priestoroch.

Štúdium bolo pre mňa veľkým prínosom a inšpiráciou. Získané poznatky využívam nielen pri svojej každodennej práci, no umožňujú mi najmä plnenie nečakaných ad-hoc úloh, ktoré sa objavujú na oddelení treasury stále častejšie.

Na základe svojich veľmi pozitívnych skúseností odporúčam AMCT všetkým, ktorí majú záujem získať profesionálne vzdelanie v oblasti treasury ukončené medzinárodne uznávaným diplomom.

Zároveň by som sa chcela poďakovať SAF za sprostredkovanie a podporu pri štúdiu tohto kvalitného programu a popriať SAF veľa úspechov do ďalšej činnosti.

Jana Ostrovská

Zdroje:

1. Business briefing series: 20 issues on the increasing significance of corporate treasury
2. www.treasurers.org/qualifications

Finančné investície

Miloš BIKÁR, Miroslav KMEŤKO, Oľga MIKOVÁ

EKONÓM, 2012, 192 strán, ISBN 978-80-225-3444-4

V roku 2012 vo vydavateľstve EKONÓM vyšla vysokoškolská učebnica učiteľov Katedry podnikových financií - Ing. Miloš Bikár, PhD., Ing. Miroslav Kmeťko, PhD. a doc. Ing. Oľga Miková, CSc. Uvedení autori publikácie sa venujú sa problematike Podnikových financií, finančnému manažmentu, Finančným investíciám a medzinárodnému finančnému manažmentu.

Predložený text vysokoškolskej učebnice pozostáva z desiatich samostatných kapitol, ktoré sú vhodne doplnené praktickými príkladmi.

Úvod učebnice je zameraný na vymedzení finančných investícií z hľadiska účtovníctva a motiváciami, ktoré vedú k realizácii finančných investícií. Po úvodnej časti nasleduje charakteristika kritérií finančného investovania, popisuje tri základné kritériá, ktoré sledujú investori, ako aj vzájomné vzťahy medzi týmito kritériami.

Ďalšie dve časti sa venujú problematike teórie portfólia akcií a špecifikám pri tvorbe portfólia, ktoré sa skladá len z dlhodobých dlhových nástrojov – dlhopisov. Súčasťou tejto časti sú prístupy k predikcii kurzov akcií na základe fundamentálnej analýzy, technickej analýzy a tiež psychologickéj analýzy.

Analýza rôznych dostupných informácií, nasleduje v ďalšej časti publikácie v členení na trhové a netrhové informácie. Tieto informácie sú nevyhnutné pre čo najlepšiu analýzu aktuálnej situácie na finančnom trhu. Nechýbajú ani informácie o celkovom prehľade na trhu vo forme indexov..

Kapitola kolektívne investovanie a tiež nasledujúca kapitola zameraná na čo najlepší výber z ponuky fondov kolektívneho investovania – hodnotenie výkonnosti manažmentu podielových fondov, je určená investorom, ktorí nemajú dostatok času na individuálne investovanie.

V ďalšej časti sa vysokoškolská učebnica zameriava tiež na iné možnosti, investovania vo forme alternatívnych investícií oproti priamemu investovaniu do akcií a dlhopisov.

Záver učebnice sa venuje fungovaniu búrz, ich účastníkom, možnosťami obchodovania na burzách a tiež popisuje najvýznamnejšie svetové burzy. Súčasťou tejto časti sú tiež špecifické typy búrz – komoditné burzy a možnosťami obchodovania na nich.

Predkladaná publikácia autorov vhodne dopĺňa poznatky z problematiky finančných investícií, v období finančnej a hospodárskej krízy. Pozitívne hodnotím, že sa autori pri spracovaní vysokoškolskej učebnice zamerali nielen na vysvetlenie princípov a podstaty jednotlivých problémov pri investovaní, ale že názorne uvádzajú príklady výpočtov. Uvedená vysokoškolská učebnica bude použitá ako doporučená literatúra nielen pre potreby študentov na Fakulte podnikového manažmentu, ale aj iných ekonomických univerzít, ale môže byť využitá odbornou verejnosťou.

*Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková
Katedra podnikových financií
Fakulta podnikového
manažmentu EU v Bratislave*

ENGLISH SUMMARY

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

EDITORIAL

The editorial note was prepared by Miroslav Galamboš, vice-president of SAF. He discusses the pros and cons of democracy, from the economic point of view, with a special focus on the particular problems in Slovakia.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

MONITORING THE PUBLISHING OF REPORTS ON CORPORATE GOVERNANCE IN SLOVAKIA IN 2011

JANA PAGÁČOVÁ – BARBORA LAZÁROVÁ

REVIEW OF RATING MODEL DEVELOPMENTS IN SELECTED COUNTRIES (PART I)

PETER VLKOLINSKÝ

WHAT INFLUENCES THE REACTION OF THE ECONOMY IN A FISCAL CONSOLIDATION PROCESS?

KAROL ZELENÁK

REGULATION – NEW PHENOMENON?

LUBOR MALINA

THE COMMON CONSOLIDATED CORPORATE TAX BASE

TOMÁŠ DOMONKOS – MIROSLAVA DOLINAJCOVÁ

CHANGES IN THE CONCENTRATION OF THE SLOVAK BANKING SECTOR

IVAN BREZINA – JURAJ PEKÁR – ZUZANA ČIČKOVÁ – IVAN BREZINA, JR.

DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES

KAROL VLACHYNSKÝ

WILL THE NEW AMENDED BANKRUPTCY AND RESTRUCTURING ACT MEET PROFESSIONAL EXPECTATIONS?

JANA MARKOVÁ

THE IMPACT OF THE CONTEMPORARY FINANCIAL CRISIS ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS

TATIANA HLUŠKOVÁ – DANIEL KRAJČÍK

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

10th annual conference of SAF “Financial management of firms”

Who is a treasurer?

Book review “Financial investments”