

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE  
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 18300 / D / 2010 / 1976

**ÚVEROVÉ RIZIKO PODNIKATELSKÉHO SUBJEKTU**

**Dizertačná práca**

**2010**

**Ing. Ľuboš Čema**

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE  
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**ÚVEROVÉ RIZIKO PODNIKATEĽSKÉHO SUBJEKTU**

**Dizertačná práca**

**Vedný odbor:** 62-90-9 Podnikový manažment

**Školiace pracovisko:** Katedra podnikových financií

**Školiteľ:** doc. Ing. Valéria Nináčová, CSc.

**Bratislava 2010**

**Ing. Ľuboš Čema**

## ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

**Meno a priezvisko doktoranda:** Ing. Luboš Čema

**Vedný odbor:** 62-90-9 Podnikový manažment

**Typ záverečnej práce:** Doktorandská záverečná práca

**Jazyk záverečnej práce:** Slovenský

**Názov:** Úverové riziko podnikateľského subjektu

**Cieľ:** Hlavným cieľom dizertačnej práce je rozpracovanie teórie úverového rizika z pohľadu dlžníka, jeho klasifikácie, faktorov úverového rizika, jeho javových foriem a rozpracovanie manažmentu úverového rizika.

### **Anotácia:**

Predmetom doktorandskej dizertačnej práce je problematika úverového rizika z pohľadu dlžníka. Východiskom riešenia témy bolo rozpracovanie teórie rizika a zaradenie úverového rizika v rámci vecnej klasifikácie rizík. V teoretickej časti sú zhrnuté poznatky z teórie úverového rizika, následne teória rizika je rozpracovaná z pohľadu dlžníka. V práci sú vymedzené faktory úverového rizika, javové formy a jeho dôsledky. Úverové riziko je zadefinované v rámci vecnej klasifikácie rizík podnikateľského subjektu, čo viedlo k rozpracovaniu manažmentu úverového rizika v podniku. Poznatky získané štúdiom odbornej literatúry a súčasne poznatky získané vlastným vedeckým výskumom sú aplikované na príklade prípravy a realizácie investičného projektu.

### **Odporúčaná literatúra:**

1. Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D.: Innovative Risikofinanzierung. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1999
2. Nináčová, Valéria Doc.Ing., CSc.: Dlhové financovanie podnikov. Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2004
3. Markovič, Peter Ing.PhD.: Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku. Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2003
4. Čunderlík, D. – Rybárová, D.: Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov. Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2009

**Vedúci:** doc. Ing. Valéria Nináčová, CSc.

**Katedra:** Katedra podnikových financií

**Vedúci katedry:** Ing. Eduard Hyránek, PhD.

**Dátum schválenia:** schválil

## **ČESTNÉ VYHLÁSENIE**

**Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.**

**Dátum: 11.10.2010**

.....  
Ing. Luboš Čema

## **POĎAKOVANIE**

Na tomto mieste by som rád poďakoval svojej školiteľke doc. Ing. Valérii Nináčovej, CSc. za jej skutočne všestrannú pomoc a podporu pri riešení problematiky, ako aj problémov spojených s netradičným pohľadom na teóriu úverového rizika.

Zároveň sa chcem poďakovať mojim rodičom a manželke za ich trpezlivosť a podporu, ako aj za pomoc pri získavaní zahraničnej odbornej literatúry.

## ABSTRAKT

ČEMA, Luboš Ing.: *Úverové riziko podnikateľského subjektu*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikových financií. – Vedúca záverečnej práce: doc. Ing. Valéria Nináčová, CSc. – Bratislava: FPM EU, 2010, 136 s.

Hlavným cieľom dizertačnej práce je rozpracovanie teórie úverového rizika z pohľadu dlžníka, jeho klasifikácie, faktorov úverového rizika, jeho javových foriem a rozpracovanie manažmentu úverového rizika.

Výhodiskom riešenia témy bolo preskúmanie teórie rizika a zaradenie úverového rizika v rámci vecnej klasifikácie rizík.

Jadro dizertačnej práce je rozčlenené do troch častí:

### **Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí**

Zhrňuje poznatky zo základov teórie rizika publikované v odbornej ekonomickej literatúre, pričom autor práce čerpá poznatky z domácich a zahraničných publikácií, ako aj z internetu.

### **Skúmanie úverového rizika dlžníka**

Táto časť venuje osobitnú pozornosť a rozpracováva problematiku úverového rizika ako jednu zo zložiek rizika. Dôraz kladie na úverové riziko z pohľadu dlžníka, faktory, ktoré ho vyvolávajú, jeho javové formy a dôsledky ich prejavu na finančné zdravie dlžníka. Možné negatívne dôsledky prejavu úverového rizika viedli k rozpracovaniu manažmentu úverového rizika.

### **Overenie výsledkov teoretického výskumu**

V aplikačnej časti je teória úverového rizika dlžníka a požiadavka skvalitnenia procesu jeho úverového rozhodovania aplikovaná na prípadovej štúdií - projektového financovania výstavby a prevádzky komerčnej nehnuteľnosti na báze využitia vlastných finančných zdrojov investora a dlhodobého investičného úveru poskytnutého komerčnou bankou.

Mojou snahou bolo ukázať na reálnom príklade, aký by mal byť prístup dlžníka k úverovému riziku, v akom smere by mal byť úverový manažment podniku prehĺbený.

### **Kľúčové slová:**

Úverové riziko, faktory úverového rizika, manažment rizika

## ABSTRACT

ČEMA, Luboš Ing.: *Credit risk of organisation*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of corporate management; Cathedry of corporate finance. – The head of dissertation: Doc. Ing. Valéria Nináčová, CSc. – Bratislava: FPM EU, 2010, 136 p.

The main objective of the dissertation is to elaborate the credit risk theory from the viewpoint of the borrower with respect to the classification, factors, appearance and management of the credit risk.

My approach to this topic was based on the elaboration of the risk theory and the incorporation of the credit risk into the factual risk classification.

The **main chapter of the dissertation** is divided into three following parts:

Currant status of the analysed topic

Covers the findings from the credit risk theory published in economic literature and the author draws lessons from domestic and foreign literature as well as from internet.

Evaluation of the credit risk theory from the viewpoint of the borrower

This part draws specific attention and works out the credit risk as one part of the risk. It emphasis the credit risk from the borrower's point of view, factors of the credit risk, its impact on the borrower's financial situation. The reasons for working of of credit risk management were potential negative consequences of credit risk.

Verification of theoretical research outcomes

The aplication part verifies the credit risk theory and requirements on credit decision improvement on a case study – project finance of construction and operation of commercial real estate based on using of investor's equity as well as long term investment loan provided by a commercial bank.

The aim was to demonstrate in the case study how the approach of the borrower to the credit risk should be and in what respect shall the credit management be extended.

### **Key words:**

Credit risk, credit risk factors, risk management

---

# OBSAH

---

<b>OBSAH</b> .....	<b>8</b>
<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>CIEĽ DIZERTAČNEJ PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ</b> .....	<b>13</b>
<b>1. RIZIKO V EKONOMICKEJ TEÓRII</b> .....	<b>13</b>
1.1. RIZIKO AKO EKONOMICKÁ KATEGÓRIA .....	13
1.2. MANAŽMENT RIZIKA .....	22
1.3. RIZIKO A PODNIKATEĽSKÉ ROZHODOVANIE.....	29
1.4. KLASIFIKÁCIA RIZIKA .....	32
1.5. FINANČNÉ RIZIKO .....	37
<b>2. ÚVEROVÉ RIZIKO</b> .....	<b>46</b>
<b>SKÚMANIE ÚVEROVÉHO RIZIKA DLŽNÍKA</b> .....	<b>58</b>
2.1. ÚVEROVÉ RIZIKO A SVETOVÁ HOSPODÁRSKA KRÍZA .....	58
2.2. ÚVEROVÉ RIZIKO Z POHEADU DLŽNÍKA PRI PRIJATÍ PEŇAŽNÉHO ÚVERU .....	60
2.3. NÁSTROJE A PRÍSTUPY K ZNIŽOVANIU ÚVEROVÉHO RIZIKA .....	81
<b>OVERENIE VÝSLEDKOV TEORETICKÉHO VÝSKUMU</b> .....	<b>103</b>
<b>3. PROJEKT „ADMINISTRATÍVNA BUDOVA EINSTEINOVA“</b> .....	<b>104</b>
3.1. SITUÁCIA NA TRHU S ADMINISTRATÍVNymi PRIESTORMI V BRATISLAVE .....	105
3.2. PARAMETRE PROJEKTU .....	106
<b>4. ANALÝZA ÚVEROVÉHO RIZIKA A APLIKÁCIA NÁSTROJOV MANAŽOVANIA ÚVEROVÉHO RIZIKA</b> .....	<b>112</b>
4.1. VÝŠKA ÚVERU .....	112
4.2. ÚROKOVÁ SADZBA .....	116
4.3. INFLÁCIA .....	117
4.4. DOBA TRVANIA ÚVEROVÉHO VZŤAHU .....	118
4.5. MĚNOVÝ KURZ .....	119
4.6. ZABEZPEČENIE ÚVERU.....	120
4.7. PREMENA LIKVIDNÝCH PROSTRIEDKOV NA MENEJ LIKVIDNÚ FORMU .....	121
4.8. RIZIKO VYSPORIADANIA A SYSTÉMOVÉ RIZIKO .....	123
<b>5. ZÁVER Z ANALÝZY ÚVEROVÉHO RIZIKA PROJEKTU „ADMINISTRATÍVNA BUDOVA EINSTEINOVA“</b> .....	<b>125</b>
<b>TEORETICKÝ A PRAKTICKÝ PRÍNOS DIZERTAČNEJ PRÁCE</b> .....	<b>126</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>130</b>
<b>ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY</b> .....	<b>132</b>
<b>PRÍLOHY</b> .....	<b>136</b>

---

## ÚVOD

---

Súčasnú rýchlo sa meniace podnikateľské prostredie predstavuje pre podnikateľské subjekty výzvu a možnosť dosiahnutia svojich cieľov, ale aj hrozbu nepriaznivého vývoja vedúcu k zániku podniku. Subjekty sú konfrontované s prudkými zmenami ako na úrovni regiónu danej krajiny, tak aj na úrovni medzinárodných trhov. K zmenám dochádza u zákazníkov, na trh vstupujú noví konkurenti. Menia sa podmienky podnikania, zákonodarné orgány upravujú legislatívny rámec pre podnikanie, informačné technológie zo sebou prinášajú neustále nové a nové možnosti. Tieto zmeny znamenajú pre podnikateľské subjekty nielen nové príležitosti, ale predstavujú zároveň hrozby pre ich aktivity v rámci národných a nadnárodných trhov. Tak, ako sa skracať cyklus zmien vonkajšieho prostredia, sú aj subjekty nútené rýchlo na tieto zmeny reagovať. Ich reakčný čas sa musí neustále skracať, aby dokázali so zmenami udržať tempo, resp. využiť ich vo svoj prospech. Navyše, okrem častých zmien býva konkurenčný tlak zvyčajne natoľko silný, že zaváhania (najmä strategického charakteru) zvyčajne nebývajú trhom tolerované a každý „prešlap“ využijú konkurenčné subjekty.

Náročnosť podnikateľského prostredia bola ešte výraznejšie zvýšená svetovou hospodárskou krízou, ktorá sa ako povodeň preliala z hypotekárneho trhu USA do celého sveta, prináša straty, strach z budúcnosti a vyvoláva emócie.

Na trhu je množstvo podnikov, ktorých manažment nám preukazuje, že tieto riziká je možné zvládnuť. Ich hospodárske výsledky sú toho najlepším dôkazom, a to aj v dnešnej náročnej dobe, keď sa svetová ekonomika nachádza vo fáze recesie. Sú schopné pružne reagovať v oblasti výskumu, výroby, predaja, v oblasti služieb zákazníkom. Majú nejaký tajný recept na úspech? Alebo len vedú správne odhadnúť trh, odkryť potreby zákazníkov a uspokojovaním potrieb pri akceptovaní určitého množstva rizika dosahovať zisk?

Požiadavka rýchlej reakcie na nové informácie kladie zvýšené nároky na podnikový manažment. Ten musí rozhodovať v čoraz kratšom čase, pri akceptovaní prijateľnej miery rizika. Prijímané ekonomické rozhodnutia musia vychádzať nielen z podmienok vnútorného prostredia, ale aj zo situácie na trhu. Predmetné rozhodovanie býva často kameňom úrazu - vedieť správne interpretovať informácie a realizovať obchod bez toho, aby bola podstatne ohrozená existencia podniku príliš vysokým rizikom, ktoré na seba podnikateľský subjekt konkrétnou aktivitou preberá. To znamená, dosiahnutie maximálneho možného zisku v danom priestore a čase pri určitom stupni rizika. Podnikateľské prostredie je veľmi volatilné a subjekt zvyčajne pri svojom rozhodovaní nemá k dispozícii všetky relevantné informácie. Vo väčšine prípadov sa subjekty musia rozhodovať s vedomím, že nemajú všetky

informácie, čo do rozhodovania prináša neistotu. A práve tu sa ukáže kvalita manažmentu - ako prijať správne rozhodnutie pri akceptovateľnej miere rizika.

Existencia podniku je podmienená optimálnou finančnou štruktúrou, a to predovšetkým z hľadiska nákladov. Jej zachovanie je však závislé najmä od faktorov vonkajšieho prostredia, ktoré na finančnú štruktúru vplyva rozdielne pri fungujúcom trhu a v podmienkach recesie.

Získavanie zdrojov podnikového kapitálu je každodennou témou väčšiny podnikateľských subjektov, ktoré sa snažia nájsť efektívne peňažné prostriedky na realizovanie svojich podnikateľských zámerov. Do tejto problematiky spadá aj financovanie z cudzích zdrojov, ako sú napríklad úvery. Úverové zdroje boli, sú a pravdepodobne aj budú v Európe najbežnejším zdrojom na získanie peňažných prostriedkov. Proces ich získania nie je jednoduchý, a to najmä nie v dnešnom, hospodárskou krízou poznačenom svete. Získanie úverových zdrojov ako každá aktivita so sebou prináša určité riziko.

---

## CIEĽ DIZERTAČNEJ PRÁCE

---

V bežnom chápaní sa riziko úveru, resp. úverové riziko pripisuje a spája predovšetkým s veriteľom, ktorým je najčastejšie komerčná banková inštitúcia. Úverové riziko sa tak chápe ako riziko, ktoré znáša veriteľ, že dlžník mu dlhovú službu nesplatí za dohodnutých podmienok. Čo si však značná časť dlžníkov neuvedomuje, je skutočnosť, že vstupom do úverového vzťahu na seba tiež preberajú úverové riziko, ktoré môže zásadným spôsobom spätne ovplyvniť ich podnikateľskú činnosť.

Dlžník prijíma na seba záväzok vrátiť prijatý peňažný úver a preto musí zvážiť, za akých podmienok sa k tomu zaväzuje. Táto skutočnosť je však často podceňovaná a do súčasnej doby sa nezohľadňoval jej význam. Určitý názorový obrat nastal vypuknutím svetovej finančnej krízy v roku 2008, príčinu ktorej máme, podľa názoru viacerých ekonomických periodík, hľadať na hypotekárnom trhu v USA, kde bezprecedentné rozhadzovanie úverov spolu s nízkymi úrokovými sadzbami umožnili získať úver množstvu dlžníkom, ktorí si nedokázali plniť svoje zmluvné záväzky. Úverové riziko sa tak stalo jedným z hlavných faktorov vzniku finančnej krízy.

Poznaním bankového trhu a preštudovaním odbornej literatúry nie je táto problematika dostatočne spracovaná. Ekonomická teória sa zaoberá úverovým rizikom primárne z pohľadu veriteľa. Úverové riziko, jeho faktory a možné dopady na dlžníka však býva opomínané. Na základe skúseností si mnohí dlžníci ani neuvedomujú, aké riziká im môžu hroziť podpisom úverovej zmluvy. Ich snaha smeruje k maximalizácii výšky úveru a k dosiahnutiu čo najnižších nákladov za prijatý úver. Analýza smerujúca k vhodnej forme úveru, mene, štruktúre úrokovej sadzby a v neposlednom rade k stanoveniu takej výšky úveru, ktorá nezataží dlžníka príliš vysokou dlhovou službou, býva sekundárna a niekedy úplne absentuje.

Naznačené problémy rozhodovania, nedostatočná úroveň skúseností podnikateľských subjektov v otázke financovania z úverových zdrojov, spojené s možnými negatívnymi dôsledkami prejavov úverového rizika na podnikanie, sú dôvodom novej orientácie dizertačnej práce. **Jej predmetom bude nielen zhrnutie doterajších stupňov poznania teórií podnikateľského rizika, osobitne detailnejšie rozpracovanie teórie úverového a obchodno-úverového rizika z pohľadu oboch účastníkov úverového vzťahu.**

Vzhľadom k šírke problematiky sa **dizertačná práca zameriava na jednu špecifickú oblasť, a tou je úverové riziko, ktoré vzniká pri poskytnutí peňažného úveru veriteľom dlžníkovi.** Nesústredí sa však na veriteľa, čo býva bežným pohľadom na danú problematiku, ale **objektom skúmania je dlžník ako prijímateľ úverového rizika, vyplývajúceho zo získania**

**peňažného úveru.** Prístup k úverovému riziku z pozície dlžníka je v ekonomickej teórii menej častý ako nazeranie na úverové riziko zo strany veriteľa, ktorým je najčastejšie banková inštitúcia. Bankovému úverovému riziku je podľa môjho názoru venovaný dostatočný priestor a táto problematika je rozpracovaná nielen v rámci ekonomických teórii, ale je aj legislatívne zakotvená (napr. Bazilej II, zákon o bankách).

**Hlavným cieľom dizertačnej práce je rozpracovanie teórie úverového rizika z pohľadu dlžníka, jeho klasifikácie, faktorov úverového rizika, jeho javových foriem a rozpracovanie manažmentu úverového rizika.**

**Dosiahnutiu hlavného cieľa dizertačnej práce zodpovedajú nasledovné čiastkové ciele:**

- **vytvoriť nástroj umožňujúci dlžníkovi identifikovať faktory úverového rizika a určiť ich relevantnosť,**
- **overiť na prípadovej štúdii využitie nových poznatkov teórie úverového rizika z pohľadu dlžníka, a tým aj potrebu prehĺbenia úverového rozhodovania podnikateľského subjektu,**
- **vysvetliť dôvody potreby vzdelávania v úverovom rozhodovaní.**

V záujme dosiahnutia cieľa a rozpracovania predmetu dizertačnej práce v teoretickej a aplikačnej časti budú využité vedecké metódy práce - indukcia, dedukcia, modelovanie peňažných tokov a finančná analýza.

Jadro dizertačnej práce je rozčlenené do troch častí:

### **Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí**

Zhrňuje poznatky zo základov teórie rizika publikované v odbornej ekonomickej literatúre, pričom autor práce čerpá poznatky z domácich a zahraničných publikácií, ako aj z internetu.

### **Skúmanie úverového rizika dlžníka**

Táto časť venuje osobitnú pozornosť a rozpracováva problematiku úverového rizika ako jednu zo zložiek rizika. Dôraz kladie na úverové riziko z pohľadu dlžníka, na faktory, ktoré ho vyvolávajú, na jeho javové formy a dôsledky ich prejavu na finančné zdravie dlžníka. Možné negatívne dôsledky prejavu úverového rizika viedli k rozpracovaniu manažmentu úverového rizika.

### **Overenie výsledkov teoretického výskumu**

V aplikačnej časti je teória úverového rizika dlžníka a požiadavka skvalitnenia procesu jeho úverového rozhodovania aplikovaná na prípadovej štúdii - projektového financovania výstavby a prevádzky komerčnej nehnuteľnosti na báze využitia vlastných finančných zdrojov investora a dlhodobého investičného úveru poskytnutého komerčnou bankou.

---

# SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ

---

## 1. Riziko v ekonomickej teórii

### 1.1. *Riziko ako ekonomická kategória*

Každodenné rozhodovanie podniku je spojené s rozhodovaním o javoch, ktorých východiská, priebeh a výsledky sú do značnej miery neisté. Mnohé informácie o skúmaných javoch nie sú v momente rozhodovania k dispozícii, nie je možné spoľahlivo určiť pravdepodobnosť ich prejavu. Takúto povahu majú operatívne rozhodnutia, aj rozhodnutia strategického charakteru ovplyvňujúce smerovanie podniku na niekoľko rokov dopredu. Tento pohľad orientovaný na vnútorné prostredie je potrebné doplniť o pohľad externý, nakoľko neisté sú aj možné dopady zmien v národnom a svetovom prostredí na činnosť a ďalšiu existenciu podniku. Rozhodovanie je pod vplyvom ťažko predvídateľných faktorov, ako sú napr. konjunkturálne a štrukturálne zmeny v národnom hospodárstve, politické udalosti, štátne zásahy do ekonomického prostredia, prírodné katastrofy, správanie konkurenčných podnikov. Neistota je pritom tak pravdepodobnosť výskytu pre rozhodovanie podstatných udalostí, ako aj ich druh a sila prejavu pri jednotlivých alternatívnych riešeniach slúžiacich ako množina možných rozhodnutí.

„Informácie, s ktorými sa bežne stretávame a ktoré využívame v analýzach rizík, nemajú všetky rovnaký význam a tiež nemajú rovnakú spoľahlivosť. Dajú sa však napriek tomu odstupňovať.“<sup>1</sup> Základným stupňom je istota, kedy sú známe všetky skutočnosti vrátane výsledku, ktorý sa nemôže odchyliť od predpokladu. Ak však niektoré informácie chýbajú alebo sa nedá jednoznačne určiť výsledok, hovoríme o neistote ako o poznanej neznámej alebo o neurčitosti (tzv. dokonalá neistota).

Neistota bude vždy súčasťou nášho života. Vždy budú existovať neistoty, ktoré sme nevzali do úvahy, ktoré sme nedokázali predvídať. Kvalita a množstvo informácií sú obmedzené jednak schopnosťou človeka spracovať určité množstvo údajov, tak aj ekonomickou efektívnosťou a dispozitívnym časom na zhromažďovanie relevantných dát. Podnikateľské subjekty sú následkom toho často krát odkázané na svoj inštinkt a intuíciu, ak sa chcú prijímať rozhodnutia v podmienkach neistoty. V opačnom prípade ich pocit neistoty môže manažment podniku paralyzovať a viesť ku kolotoču hľadania všetkých informácií potrebných k prijatiu rozhodnutia.

---

<sup>1</sup> Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. str.11.

Miera neistoty je do značnej miery ovplyvnená uhlom pohľadu skúmajúceho subjektu. Neistota môže byť definovaná ako chýbajúce informácie o dĺžke trvania, o čase nastania alebo o hodnote budúcich udalostí<sup>2</sup>. Predstavuje určitú variabilitu, ktorá neumožňuje presné určenie budúcich výsledkov. Jej prejavom sú odchýlky od požadovaného výsledku pozitívnym aj negatívnym smerom. Neistota môže mať objektívny a subjektívny charakter.

*Objektívny charakter neistoty* vyplýva zo stochastického charakteru niektorých procesov. Jedná sa o procesy, u ktorých ani pri plnej informovanosti nie sme schopní určiť presný priebeh a výsledky. Tento charakter neistoty vyplýva zo samej podstaty procesov.

*Subjektívny charakter neistoty* je daný neúplnou informovanosťou subjektu o procesoch a objektoch reálneho sveta. Tento typ neistoty vychádza zo subjektívnej neznalosti procesov, na základe ktorej sa skúmané procesy javia subjektu ako stochastické. Subjektívny charakter je daný aj tým, že „jednotlivec aj skupina majú vzťahy k nebezpečenstvám a rizikám podľa okamžitej situácie, poprípade podľa svojho vzťahu k projektu vystavenému nebezpečenstvu“<sup>3</sup>. Na základe toho sa môže ten istý proces javiť jednotlivcom rôzne.

Poznanie charakteru neistoty môže eliminovať problémy ešte pred tým, ako vznikli. Toto poznanie môže mať pre podnik praktický význam. Objektívny charakter neistoty vzhľadom na svoju podstatu nie je možné odstrániť, avšak minimalizáciu neistoty subjektívneho charakteru môžeme dosiahnuť vhodnou štruktúrou systému toku informácií. Identifikácia typu neistoty tak môže znamenať rozdiel medzi dosiahnutím a nedosiahnutím stanovených cieľov.

Podnikateľský subjekt by mal budovať taký informačný systém, ktorého výstupom by boli informácie umožňujúce minimalizovať subjektívny charakter neistoty. Práve relevantné a včasné informácie sú tým správnym základom pri redukovaní neistoty v procese rozhodovania.

Riziko ako ekonomická kategória má svoje pevné miesto v ekonomickej teórii. Negatívne dôsledky prejavu rizika v podnikateľskej praxi sú dôvodom pre trvalé prehlbovanie poznatkov z teórie rizika. Podľa môjho názoru celosvetová kríza len znovu potvrdila aktuálnosť tejto témy.

„Snaha o veľké víťazstvá predstavovala už od počiatku ľudstva hnací motor akejkoľvek činnosti“. „Niekedy stačila vízia čo i len malého uspokojenia objektívnych a subjektívnych potrieb na to, aby sa človek prinútil do odvážneho kroku. Na pozadí všetkých týchto snažení stálo riziko ako nebezpečenstvo nesplnenia stanovenej vízie.“ pre človeka je typické, že nie vždy dokáže predvídať následky svojho konania. Mnohé z negatívnych dosahov na

---

<sup>2</sup> Baguley, P. 1999. *Optimales Projektmanagement*. Niedernhausen/Ts.: Falken Verlag, 1999. str.29.

<sup>3</sup> Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. str.9.

naše prostredie sú „výsledkom nedostatočného uvedomenia si rizikovosti vykonávaných činností“.<sup>4</sup>

Pojem riziko patrí v ekonomických teóriách, i v hospodárskej praxi medzi najfrekvencovanejšie pojmy, avšak názory na jeho definovanie sú rôzne. Často sa zamieňa s pojmom neistota, pričom o javoch, ktorých priebeh a výsledky nám nie sú celkom známe, hovoríme intuitívne ako o rizikových.

Riziko ako pojem a jeho chápanie je odvodené od neistoty. Avšak ani v súčasnosti nejestvuje jednoznačný výklad tohto pojmu. Aj v literatúre sa stretávame s rozdielnym chápaním a používaním slova „riziko“. Jednotnosť však nájdeme v tom, že vždy prítomným prvkom rizika je neistota.

V ekonomickej teórii existuje široká škála chápania pojmu „riziko“. Na jednej strane názorového spektra môžeme nájsť definície, ktoré riziko stotožňujú s neistotou, to znamená, že chápú riziko ako variabilitu a s tým spojenú neschopnosť spoľahlivej predikcie priebehu určitého procesu a dosiahnuteľných výsledkov. Iní autori definujú riziko ako možnú odchýlku od optimálnej hodnoty. Vidia **riziko ako zlyhanie takých na cieľ orientovaných opatrení, účinkom ktorých želaný výsledok nebol dosiahnutý<sup>5</sup>. Optimálna hodnota požadovaného výsledku práve slúži na oddelenie rizika od príležitosti.** Umožňuje hovoriť o tom, aký výsledok je pre nás ešte rizikom alebo už príležitosťou. Problémom takéhoto chápania však zostáva stanovenie optimálnej hodnoty, ktoré je značne ovplyvnené subjektívnym pohľadom. V prípade, že sa optimálna hodnota stanoví príliš vysoko, akýkoľvek výsledok sa považuje za zlyhanie a nevyhnutne sa dostavuje sklamanie. Inými slovami povedané, „čím vyššia úroveň požiadaviek, tým väčšie riziko sklamania“. Naopak, pri príliš nízkom stanovení optimálnej hranice je síce vyššia pravdepodobnosť jej dosiahnutia, môže sa však znížiť motivácia lepšie využívať potenciál podnikateľského subjektu. Táto definícia je značne rozšírená a používaná najmä v prípadoch, keď je možné jednoznačne stanoviť hranicu medzi úspech a neúspech, a kde sa dajú výsledky merať (napr. stanovenie optimálnej hodnoty výsledku hospodárenia podniku, určenie požadovaného podielu na trhu).

„Riziko teda nie je stav ani proces, ale je to vzťah systému schopného spôsobiť závažnú zmenu v pláne, či jeho narušenie a referenčného systému, ktorého funkcia, ciele a procesy sú ohrozené.“<sup>6</sup> Jedná sa o jav vyplývajúci zo vzťahu, pričom narušenie takéhoto vzťahu má dopad na referenčný systém, ktorý do vzťahu vstúpil.

---

<sup>4</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 6.

<sup>5</sup> Wächtershäuser, M. 1971. *Kreditrisiko und Kreditentscheidung im Bankbetrieb*. Wiebaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1971. str.55.

<sup>6</sup> Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. str.24.

Riziko predstavuje v podnikovo-hospodárskom chápaní možnosť materiálnej alebo nemateriálnej straty spojenú s určitým výkonom.<sup>7</sup> Takéto vyjadrenie zahŕňa všetky prípady od najmenejšej možnej škody až po stratu existencie podnikateľského subjektu. Niektorí autori rozumejú pod rizikom kalkulatelné a poisťiteľné nebezpečenstvá, a to z dôvodu ich relatívne častého výskytu.

Rozšírené chápanie pojmu vychádza z rizika, ktoré sa definuje ako určitý stav informovanosti rozhodovateľa o účinkoch jednotlivých parametrov vzťahu, pričom sa prihliada na kritériá hodnotenia. Táto informovanosť môže byť úplná (hovoríme o rozhodovaní za istoty), neúplná (hovoríme o rozhodovaní za neistoty), alebo odhadnuteľná na základe pravdepodobnosti (hovoríme o rozhodovaní za rizika). Na základe tejto definície je rozdiel medzi rizikom a neistotou v tom, že pri rozhodovaní za rizika pozná subjekt konkrétne rozdelenie pravdepodobnosti dôsledkov jednotlivých rozhodnutí, na druhej strane je pri rozhodovaní za neistoty toto rozdelenie pravdepodobnosti neznáme.

Merateľnosť rizika<sup>8</sup> sa zakladá buď:

- na „a priori“ pravdepodobnosti (homogénna klasifikácia úplne zhodných prípadov), alebo
- na štatistickej pravdepodobnosti (empirické zhodnotenie častosti výskytu kombinácií možných alternatív).

Avšak v reálnom ekonomickom živote nie je odhad ako „a priori“ pravdepodobnosti, tak aj štatistickej pravdepodobnosti vždy možný. A prijímať rozhodnutia je často krát nutné aj v takýchto situáciách. **V prípadoch, keď subjekt nemá k dispozícii objektívne („a priori“ a štatistické) pravdepodobnosti, spravidla sa snaží (resp. je nútený) pracovať so subjektívnym stanovením pravdepodobnosti na báze empirie.** Výpočet pravdepodobnosti je reálny pri opakujúcich sa javoch. Naopak ťažšie sa určuje pravdepodobnosť rizika, s ktorým nie sú skúsenosti a neexistuje k nemu dostatočne veľa štatistických údajov.

Riziko v ekonomickom rozhodovaní je všeobecne rozšíreným a používaným pojmom aj bez konkrétnej definície, pričom na definíciu jeho obsahu som v ekonomickej literatúre našiel rôzne názory<sup>9</sup>.

- Riziko je stupeň neistoty pri prijímaní akýchkoľvek ekonomických rozhodnutí.
- Riziko je stupeň neistoty daný mierou variability sledovaného javu.

---

<sup>7</sup> Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999. str. 31.

<sup>8</sup> Wächtershäuser, M. 1971. *Kreditrisiko und Kreditentscheidung im Bankbetrieb*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1971. str.57.

<sup>9</sup> Čunderlík, D. 2000. *Podnikateľské riziko*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2000.

- Riziko je stupeň neistoty, ktorý sa dá vyjadriť frekvenčnými (resp. distribučnými) funkciami.
- Riziko je relatívna odchýlka medzi skutočnou a očakávanou stratou.
- „Riziko je taká neistota, pri ktorej sme schopní pomocou rozličných, predovšetkým matematicko-štatistických metód kvantifikovať pravdepodobnosť odklonu skutočných podmienok od predpokladaných“.<sup>10</sup>

**Riziko pre účely tejto dizertačnej práce predstavuje neistotu vo vzťahu k dosiahnutiu očakávaného výsledku z uzavretého úverového vzťahu, pričom dosiahnutie daného výsledku je možné stanoviť s určitou mierou pravdepodobnosti.** Zároveň sa stotožňujem s názorom Petra Markoviča<sup>11</sup>, že výsledok sa môže odchyľovať od plánovaného (očakávaného) výsledku, a to tak v negatívnom, ako aj pozitívnom zmysle. Platí pritom, že **poznané riziko je z pohľadu podnikateľského subjektu prijateľnejším rizikom, ako je riziko nepoznané.** Vyplýva to zo skutočnosti, že na niečo, čo nepoznáme a nevieme, že by mohlo nastať, nemôžeme ani patrične vopred zareagovať. Preto je podľa môjho názoru veľmi dôležité poznať aj analyzovať dôvody odchýlenia od plánovaného výsledku v pozitívnom zmysle, aby sme porozumeli týmto dôvodom a vedeli zlepšiť naše plánovanie.

Predvídanie a možné eliminovanie dôsledkov prejavu rizika v manažmente podniku výrazne ovplyvňujú aj črty rizika.

Riziko je spojené s každou ekonomickou aktivitou a týka sa všetkých subjektov na trhu, aj keď nie každý subjekt musí v rovnakej miere čeliť všetkým formám rizika. Podnikateľské subjekty sú vystavené mnohým rizikám, z ktorých niektoré majú všeobecný charakter a týkajú sa všetkých subjektov v danom podnikateľskom prostredí a niektoré sú typické pre danú podnikateľskú aktivitu, resp. oblasť. Na akejkolvek aktivite sa podnikateľský subjekt podieľa a akúkoľvek aktivitu vykonáva, vždy vstupuje do rizika a túto aktivitu ovplyvňuje celý rad rizík. Podnikateľský subjekt je vždy vystavený riziku, to znamená, že riziko nie je možné úplne eliminovať.

Pri analýze rizikového profilu ekonomických rozhodnutí z hľadiska rizika je nevyhnutné rozlišovať medzi *rizikom jednotlivej transakcie* a *sumárnym rizikom* podnikania<sup>12</sup>:

- Sumárne riziko (alebo tiež systémové riziko) vo všeobecnosti postihuje všetky ekonomické subjekty v danom podnikateľskom prostredí. Nie je však súčtom čiastkových rizík jednotlivých transakcií podnikateľských

---

<sup>10</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 8.

<sup>11</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 10.

<sup>12</sup> Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001. str. 9.

subjektov. Niektoré riziká sa totiž navzájom eliminujú (napr. riziko deprecie menového kurzu má iný dopad na stranu aktív a na stranu pasív podniku), iné sa navzájom zosilňujú.

- Riziko transakcie je pre danú aktivitu jedinečné a dotýka sa oboch na danej aktivite zúčastnených strán. Ak dlžník príjme od banky peňažný úver a nesprávne stanoví výšku úveru, vyššia dlhová služba môže ohroziť jeho platobnú schopnosť.

Pre podnikateľský subjekt je dôležité, že čiastkové riziká je možné diverzifikáciou eliminovať, kým systémové riziko je v zásade nediverzifikovateľné. Z tohto dôvodu je dobré vedieť tieto riziká od seba rozlíšiť.

Pre uskutočnenie podnikateľských rozhodnutí je typické pôsobenie množstva faktorov, ktoré menia dimenzie daného rozhodovacieho problému a sú navzájom prepojené s rôznymi stupňami vzájomnej korelácie. Dimenzie sa navyše v priebehu času menia, čo vyžaduje aj zmeny v predpokladoch rozhodovania. Multidimenzionálnosť je však aj jednou z vlastností rizika. Táto vlastnosť podstatne sťažuje analýzu rizika, osobitne finančného rizika, nakoľko je potrebné kalkulovať pôsobenie viacerých faktorov a zohľadniť tok času. Zvyšuje tak nároky na manažment rizika.

Ďalšou charakteristickou črtou rizika je interdisciplinárnosť. Jednotlivé vedecké disciplíny majú na riziko rozdielny pohľad. Ak by som položil otázku „Čo je to riziko“ strojnému inžinierovi, finančnému analytikovi a poisťovaciemu matematikovi, s vysokým stupňom pravdepodobnosti by som dostal rozdielne odpovede. Preto je dôležité objasniť, ako je možné chápať riziko pri zohľadnení interdisciplinárnosti<sup>13</sup>:

1. **Riziko ako udalosť** - negatívna, neočakávaná a neželaná udalosť, ktorá vedie k škodám a ktorú je možné určiť z pohľadu potenciálu škody a pravdepodobnosti výskytu (graf č.1).

*Riziko = škodový potenciál x pravdepodobnosť nastania*

Škodový potenciál:

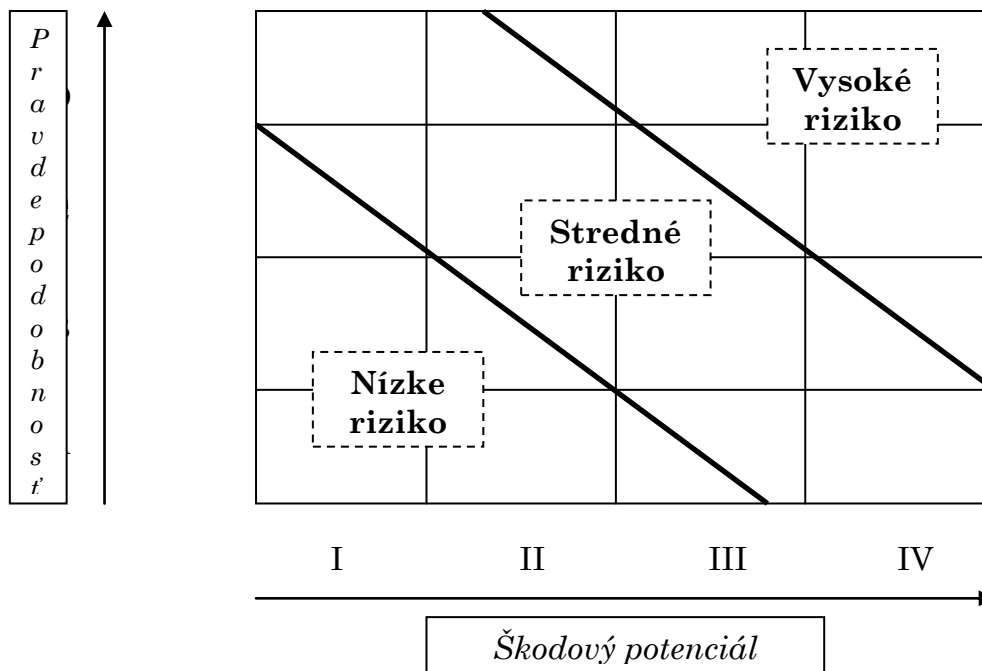
- I: nepodstatný
- II: citelný
- III: kritický
- IV: katastrofálny

Pravdepodobnosť nastania:

- A: nepravdepodobná
- B: zriedkavá
- C: možná
- D: častá

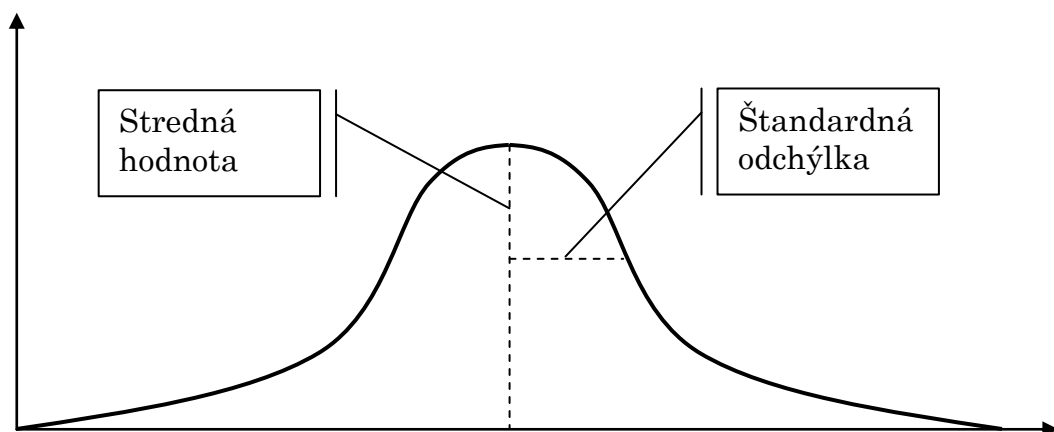
---

<sup>13</sup> Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999. str. 31.



Graf č.1

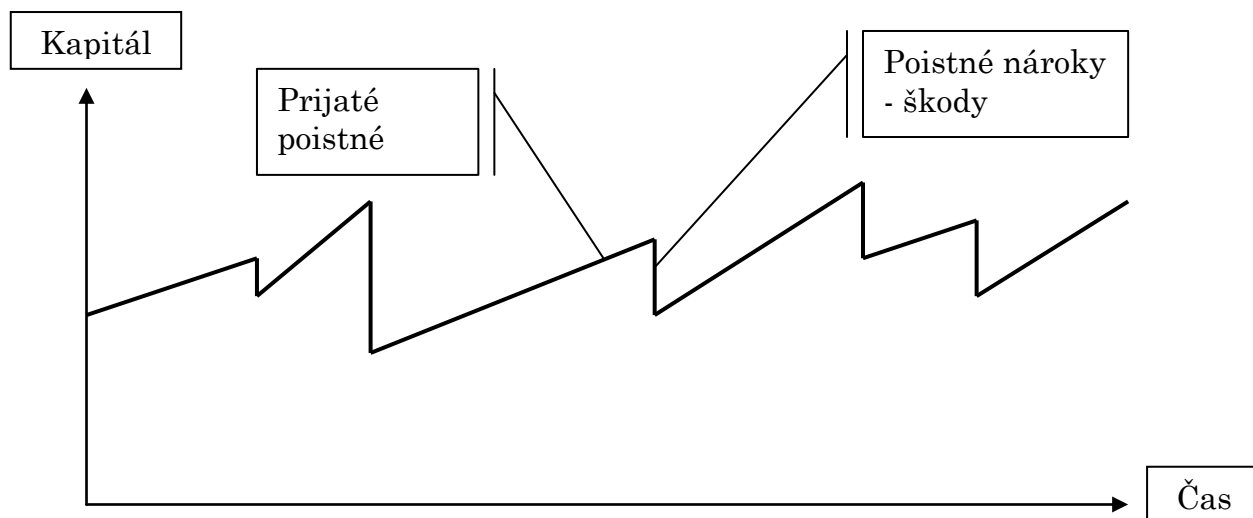
2. **Riziko ako odchýlka** - rozdelenie pravdepodobnosti výskytu jednotlivých udalostí je určené strednou hodnotou (napr. medián) a rozptylom množiny výsledkov okolo strednej hodnoty. To, ako široko sú rozložené výsledky okolo strednej hodnoty, sa nazýva štandardná odchýlka a používa sa ako ukazovateľ miery rizika (graf č.2).



Graf č.2

Pohľad na riziko ako odchýlku od strednej hodnoty som využil aj v mojom skúmaní úverového rizika, pričom strednú hodnotu predstavujú všetky referenčné hodnoty faktorov úverového rizika, t.z. tie hodnoty, ktoré dlžník očakáva, že v budúcnosti nastanú.

3. **Riziko ako stochastický proces** - použitie v poistnej matematike, kde z pohľadu poisťovne je istou veličinou prijaté poistenie, pričom vyplatené poistné nároky sú pre poisťovňu rizikovou veličinou (graf č.3).



Graf č.3

Významný predpoklad realizácie investičnej príležitosti spočíva v tom, či dané riziko projektu je pre nás akceptovateľné. K tomu treba:

- zistiť druhy, výšku a príčiny jednotlivých rizík (analýza rizík),
- podniknúť patričné kroky na zníženie rizík zistených analýzou,
- rozhodnúť, či sme ochotný riziko danej príležitosti s ohľadom na náklady, možné straty a pravdepodobnosť výskytu akceptovať.

Ak hovorím o rizikách v súvislosti s hospodárskou praxou, nemôžem nespomenúť pojem podnikateľské riziko, ktoré je určitou formou neistoty a rizika a dotýka sa ekonomického prostredia. Podnikateľské riziko chápem ako mieru úspešnosti dosiahnutia stanovených podnikateľských cieľov za daných trhových podmienok. Je konkrétnejším a špecifickejším variantom pojmu rizika a vzťahuje sa na samotnú podstatu podnikania.

Podnikateľské riziko možno vymedziť pozitívne a negatívne, pričom obidve časti sa navzájom dopĺňajú. Negatívna stránka tohto typu rizika je odvodená od miery nesplnenia požadovaných podnikateľských cieľov, predstavuje nižšie plnenie cieľov, resp. stratu podnikateľského subjektu. Podnikateľské riziko vymedzené negatívne predstavuje zlyhanie podnikateľského subjektu, a to v akomkoľvek rozsahu. Tento nepriaznivý fakt je však doplnený druhou stranou mince, a tou je podnikateľské riziko vnímané ako možnosť dosiahnutia podnikateľských cieľov. Tie môžu predstavovať napr. rast hodnoty majetku pre majiteľov podniku.

Aj keď podnikateľské riziko nie je tým požadovaným cieľom, každý podnikateľský subjekt si uvedomuje, že prijatím určitého podnikateľského rizika má možnosť naplniť myšlienku svojho podnikania. „Umenie riadiť podnik predpokladá využitie trhových príležitostí, ich pretavenie do konkrétnych podnikových výkonov a úspešnú implementáciu a integráciu do existujúcej štruktúry podnikových aktivít.“<sup>14</sup> Toto pozitívne chápanie podnikateľského rizika býva práve tým lákadlom, ktoré poháňa mnohých podnikateľov pri ich ceste za svojou víziou a za dosiahnutím svojich cieľov.

Riziko teda nie je len hrozbou, ale aj hybnou silou v procese rozhodovania podnikateľského subjektu.<sup>15</sup>

Podnikateľské riziko sa dotýka akejkol'vek aktivity, ktorú podnikateľský subjekt vykonáva. Každý subjekt vstupuje do rizika, či si to uvedomuje alebo nie. Jeho aktivity sú vždy ovplyvnené celou radou rozličných rizík, ktoré bývajú rôznou podobou podnikateľského rizika. Ak by sme pri akomkoľvek rozhodovaní identifikovali „všetky“ riziká, mohlo by sa na prvý pohľad zdať, že prijať rozhodnutie pri daných rizikách aj vzhľadom na výnosnosť nie je možné, respektíve nie je možné vybrať čo i len trochu prijateľný variant riešenia. Takýto pohľad je však podľa môjho názoru zavádzajúci. Je potrebné si uvedomiť, že akýkoľvek obchod, projekt, či len riešenie vnútro podnikových otázok nesie so sebou určitú mieru podnikateľského rizika. Podnikateľ je neustále konfrontovaný s otázkou, akú mieru rizika je pri danom očakávanom zisku pripravený akceptovať. Z toho vyplýva, že každý podnikateľ je nútený akceptovať určitú mieru podnikateľského rizika, ak chce pôsobiť v trhovom prostredí. Podnikateľské riziko ho sprevádza počas celého pôsobenia na trhu.

Každý podnikateľský subjekt je vo vzájomnej interakcii s vonkajším prostredím, ktoré ho ovplyvňuje. Naopak každý podnikateľský subjekt aj sám na toto prostredie vedome alebo nevedome vplýva. Pod vonkajším prostredím chápem ako štát, podnikateľské subjekty, domácnosti, tak aj súhrn rôznych podmienok a obmedzení vychádzajúcich z makroekonomických podmienok, ktoré zodpovedajú výsledku pôsobenia rôznych vplyvov. Obmedzenia tvoria rôzne zákony, legislatívne normy, ktoré priamo alebo nepriamo vplývajú na podnikateľskú činnosť subjektov v danom prostredí a tým aj na riziko, ktoré môžu podstupovať. Vnútorne prostredie podnikateľského subjektu je určené samotným transformačným procesom. Jedná sa pritom o široké spektrum od obchodných, cez prevádzkové až po riadiace aktivity. Manažment rizika v rámci vnútorného prostredia podnikateľského subjektu je zabezpečované ako explicitne vyjadrenými normami a predpismi, tak aj podnikovou kultúrou. Potrebnám manažovania rizika by mala zodpovedať aj organizačná štruktúra.

Úspešnosť každého podnikateľského subjektu závisí od stupňa úspešnosti pri realizovaní jeho podnikateľských aktivít. Každý subjekt by mal pritom zvážiť a

---

<sup>14</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str.13.

<sup>15</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 13.

zohľadniť, aké riziká sú s jeho aktivitami spojené. Podnikateľ môže mať rôzne postoje k prijímaniu rizika. Na ochotu niesť podnikateľské riziko pôsobia rôzne faktory, ako napr. osobnostné predpoklady manažmentu, finančná sila podniku, veľkosť podniku, aktuálna situácia na trhu. Znamená to, že realizácia určitého podnikateľského zámeru môže predstavovať pre malú firmu neprijateľnú úroveň rizika, pričom pre veľkú firmu môže byť tento zámer ziskovo aj rizikovo veľmi zaujímavý. Analýza úrovne rizika podnikateľských aktivít je pre firmy veľmi dôležitá, nakoľko nesprávne odhadnutie rizika, ktoré subjekt dokáže zvládnuť, môže ohroziť jeho snahu dosiahnuť svoje ciele. Subjekty musia vidieť výnosnosť a riziko podnikateľských aktivít ako spojené nádoby.

Vysoký stupeň rizika obsahujú najmä nové nevyskúšané podnikateľské aktivity, ktorými je možné získať jedinečný nový produkt. V takýchto prípadoch, pri ktorých nie je možné overiť si výstupy na už odskúšaných napr. výrobných postupoch, je získavanie informácií na zníženie rizika veľmi obtiažne. A pritom nové a nevyskúšané postupy alebo produkty bývajú často nevyhnutné na získanie alebo udržania vedúceho postavenia na trhu.

**Nutnosť manažovania podnikateľských rizík je vyvolaná potrebou brániť sa pred nepriaznivými vplyvmi, ktoré riziká predstavujú.** Súčasná turbulentnosť ekonomického prostredia a jeho dynamika zapríčiňuje nárast rizík rôzneho druhu pri ich možnom vzájomnom synergickom pôsobení. O to viac vystupuje do popredia otázka manažmentu rizík, a to nie len z pohľadu podnikateľských subjektov, ale aj z pohľadu štátu. Cieľom každej vlády je zabezpečenie určitej stability národnej ekonomiky. Dôsledky neúspechu niektorých podnikateľských subjektov však môžu byť ďalekosiahle a problémy jedného subjektu veľmi často spôsobia problémy aj iným subjektom, v extrémnom prípade aj nestabilitu podnikateľského prostredia (spomeniem veľké nadnárodné koncerny, ktoré môžu byť vlajkovými loďami národných ekonomík a ktoré majú veľký vplyv napr. na rast hrubého domáceho produktu. Príkladom môže byť VW Bratislava, US Steel Košice). Toto je jedným z hlavných dôvodov, prečo sa problematika identifikácie, kvantifikácie a metód manažmentu rizík stáva jednou z hlavných oblastí strategického manažmentu podnikateľských subjektov.

## **1.2. Manažment rizika**

V minulosti sa na Slovensku oblasti manažmentu rizika nevenovala taká pozornosť ako v dnešnom rozvíjajúcom sa trhovom prostredí. Bolo to dané najmä vylúčením komerčného charakteru trhového prostredia centrálnou plánovaným hospodárstvom. S rozvojom trhového hospodárstva a skúsenosťami s trhovým prostredím sa však otázka rizika a jeho manažovania začínala čoraz vyššie posúvať po pomyselných pyramíde významnosti podnikateľských subjektov.

Každý podnik by si mal byť vedomý rizika, ktoré pri snahe dosiahnuť určitý výnos podstupuje a mal by sa ho snažiť riadiť v čo najvyššej možnej miere. Ak subjekt riziko neriadi (čo však môže aj znamenať, že nepozná riziko daného obchodu a vychádza z predpokladu bezrizikovosti svojho podnikania), môže to mať za následok, že uskutoční aj obchody s vyššou mierou rizika pri danej úrovni výnosu, ako je ochotný akceptovať. Takéto aktivity sa môžu negatívne odraziť na výsledkoch jeho hospodárenia a spôsobiť napr. stratu likvidity, dobrého mena a v konečnom dôsledku aj likvidáciu podnikateľského subjektu. Ak podnikateľský subjekt riziko nepozná resp. riziko zle odhadne, tak to znamená, že ho nedokáže ani správne riadiť, nevie stanoviť možné straty s podstupovaným rizikom, čo narušuje proces plánovania stratégií na dosiahnutie dlhodobých zámerov.

Podkladom na manažovanie a znižovanie rizika sú informácie o danom type rizika, o pravdepodobnosti jeho výskytu, o možných dôsledkoch pôsobenia rizika, existencii vhodných nástrojov na zníženie dopadov rizika<sup>16</sup>. Práve **spojenie medzi pravdepodobnosťou výskytu rizika a jeho dôsledkami tvorí základ pre rozhodnutie, či sa pri vynaložení daných nákladov (napr. na zakúpenie vhodných finančných derivátov) máme pokúsiť dané riziko znížiť alebo nie**. Pri získavaní informácií však treba brať ohľad na efektívnosť tohto procesu, aby cena získania informácií nebola vyššie ako prípadný zisk z redukcie rizika. Rovnako dôležitým faktorom sú náklady na získanie vhodného nástroja na redukciiu dopadu rizika. Ak takéto náklady sú vyššie ako možná strata z nezaisteného rizika, je vhodné takéto riziko bez zbytočného odkladu akceptovať, resp. od takejto transakcie odstúpiť.

Ako som už povedal, riziko predstavuje neistotu vo vzťahu k očakávanému výsledku. Pri jeho analýze je však dôležité rozlišovať medzi rizikom transakcie a celkovým rizikom. Celkové riziko nemusí predstavovať súčet rizík jednotlivých transakcií, nakoľko čiastkové riziká sa môžu čiastočne navzájom eliminovať, resp. môže dôjsť ku vzniku synergického efektu medzi nimi. Celkové riziko sa môže vypočítať ako súčet čiastkových rizík vážených pravdepodobnosťou ich výskytu a stupňom závislosti medzi jednotlivými čiastkovými rizikami. Stupeň závislosti je práve faktorom, ktorý určuje mieru synergie, resp. eliminácie jednotlivých čiastkových rizík pri ich spoločnom pôsobení. Hovoríme o pozitívnej a negatívnej korelácii čiastkových rizík. Práve možnosť vzájomnej eliminácie čiastkových rizík sa využíva pri manažovaní rizika (napr. hedging investičného portfólia pomocou negatívne korelovaných cenných papierov).

Z hľadiska miery ovplyvniteľnosti možno celkovú úroveň rizika rozložiť na nasledovné komponenty<sup>17</sup>:

---

<sup>16</sup> Baguley, P. 1999. *Optimales Projektmanagement*. Niedernhausen/Ts.: Falken Verlag, 1999. str. 32.

<sup>17</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 80-81.

- **Hedgované riziko** - na túto časť je možné aplikovať nástroje na zmiernenie negatívnych dosahov (napr. poistenie, finančné deriváty),
- **Kontrolované riziko** - vyplýva z podnikateľskej činnosti subjektu, pričom využitie nástrojov na jeho zmiernenie je vylúčené buď ich absenciou alebo vysokými nákladmi. Malo by však podliehať neustálemu monitoringu zo strany manažmentu podniku,
- **Zvyškové riziko** - časť rizika vychádzajúce najmä z externého prostredia, na riadenie ktorého neexistujú vhodné nástroje. Podnik ho musí podstúpiť.

Z pohľadu dôsledkov z hľadiska nebezpečnosti môžeme riziko rozlišovať nasledovne:

- **Absolútne** – nepriaznivé pre každého
- **Relatívne** – jeho nastanie môže byť za určitých okolností a pre určité subjekty priaznivé.

Cieľom tradičného pohľadu na manažment rizika bolo zistiť, či sa jedná o riziko poistiteľné alebo nepoistiteľné, tzv. podnikateľské. Tradičný manažment rizika sa zameriaval predovšetkým na riadenie poistenia, t.z. na využívanie produktov poistného trhu. Boli definované nasledovné kritériá pre poistenie rizika, ktoré jeho krytie v jednotlivých prípadoch v zásade umožňovali, sťažovali alebo vylučovali<sup>18</sup>:

1. náhodnosť - posúdenie neurčitosti vzniku, časového okamihu, výšky škôd a nezávislosti od vôľového konania prijímateľa poistenia;
2. jednoznačnosť - výšku poistného plnenia musí byť možné jasne stanoviť;
3. odhad - v rámci homogénnej množiny je potrebné stanoviť frekvenciu výskytu určitej udalosti;
4. nezávislosť - týka sa nezávislosti rizík navzájom, ich vzájomnej korelácie;
5. výška - chápaná ako maximálne možná škoda.

Znižovať riziko však znamená predvídať budúce podmienky vonkajšieho a vnútorného prostredia so stanovením maximálne možného stupňa pravdepodobnosti nastatia takýchto podmienok pri vynaložení minimálne možných nákladov. Práve požiadavka na minimálne náklady a taktiež fakt, že nie je možné poistiť všetky riziká a že ponuka produktov na poistnom trhu je limitovaná, objavila sa potreba nových prístupov k teórii riadenia rizika.

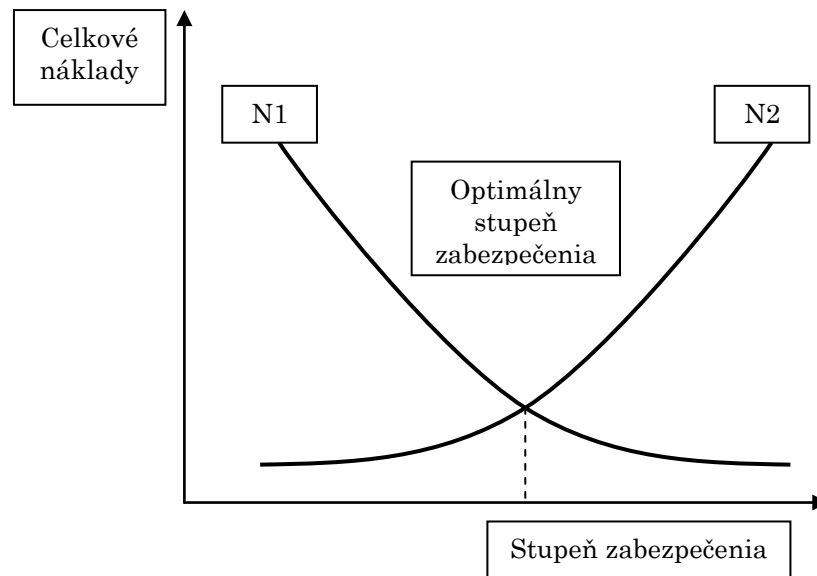
Absolútne vylúčenie rizika nie je možné, pretože vždy existujú objektívne podmienky vzniku rizika. Základnou tézu však zostáva možnosť a v poslednom čase aj **nutnosť aktívneho ovplyvňovania rizika**, či už vo forme jeho redukcie ex ante alebo vo forme zmierňovania jeho dopadov ex post. Teda otázkou nie je len, či manažovať riziko, ale aj aké nástroje použiť pri riadení

---

<sup>18</sup> Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999. str. 27.

daného rizika pri dosiahnutí maximálne možnej efektívnosti vynaloženia disponibilných prostriedkov<sup>19</sup>.

„Hľadanie optimálneho stupňa bezpečnosti vyžaduje subjektívny prístup a formulovanie náklonnosti manažérov k riziku.“<sup>20</sup> V teoretickej rovine možno uvažovať nad optimálnym stupňom zabezpečenia (graf č.4), ktorý vychádza z nelineárneho vývoja nákladov spojených na zabezpečenie a prípadných strát.



N1 - straty pri vzniku rizikovej udalosti  
N2 - náklady spojené so zabezpečením

Graf č.4

Manažment rizika by nemal byť stochastickou činnosťou, ale mala by sledovať určitú metodológiu. Jedným z možných prístupov je proces analýzy rizika v nasledovných štyroch krokoch<sup>21</sup>:

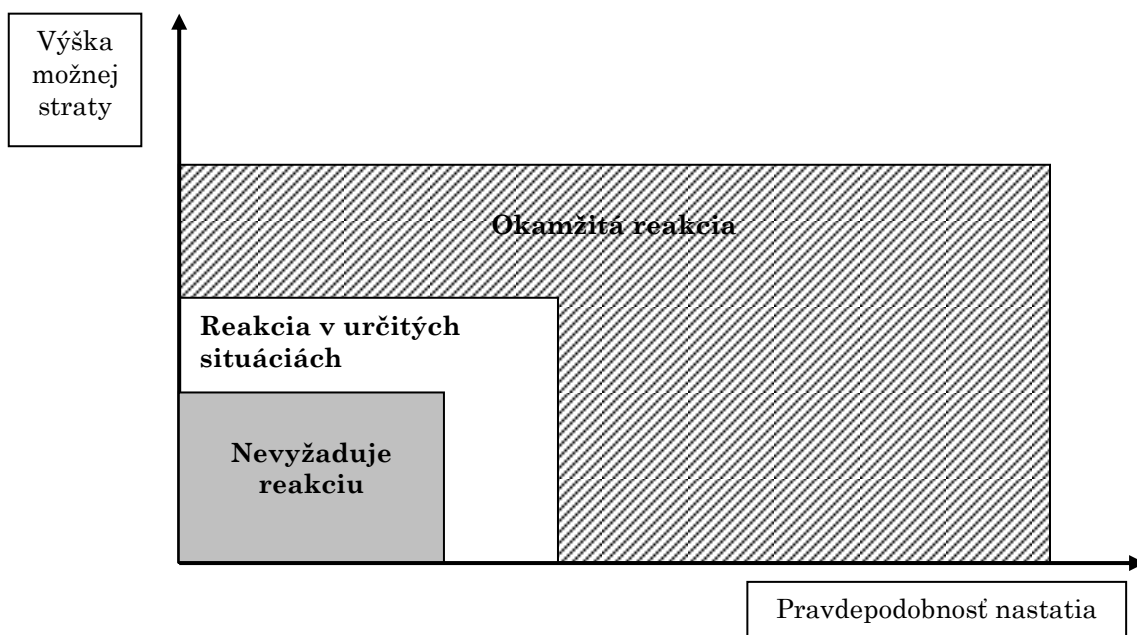
1. **identifikácia rizika, definícia rizikových scenárov** - analýza potenciálnych rizík podnikateľského subjektu (klasifikácia rizík), identifikácia faktorov rizika, analýza „worst case“ scenárov s posúdením vplyvu na podnikateľské ciele;
2. **analýza príčin a následkov** - analýza scenárov „príčina - následok“, výsledkom ktorých by mali byť odporúčania na riadenie úverového rizika, posúdenie účinnosti jednotlivých nástrojov riadenia rizika;
3. **kvantifikácia rizika podľa frekvencie výskytu a podľa potenciálnych škôd** - využitie dvojdimenzionálnej tabuľky

<sup>19</sup> Baguley, P. 1999. *Optimales Projektmanagement*. Niedernhausen/Ts.: Falken Verlag, 1999. str. 31-32.

<sup>20</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 96-97.

<sup>21</sup> Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999. str. 35.

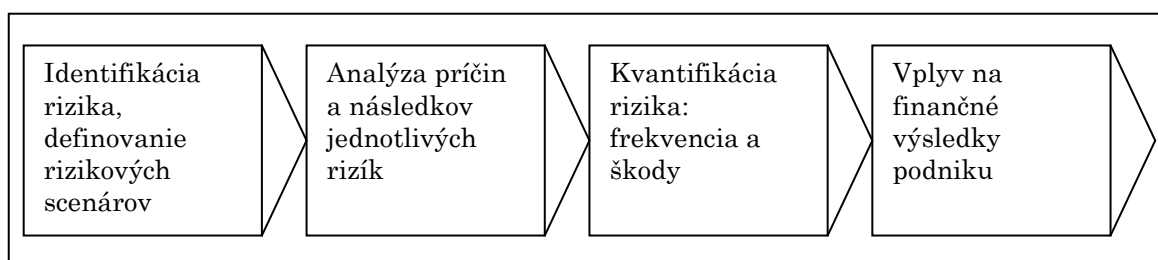
„pravdepodobnosť nastania - možná strata“ na selekciu tých rizík, ktorých riadenie si vyžaduje prioritu (graf č.5);



Graf č.5

4. **posúdenie rizík podľa ich vplyvu na finančné výsledky podniku** - kvantifikácia následkov pôsobenia jednotlivých rizík na finančné výsledky podnikateľského subjektu.

Tento postup analýzy rizika umožňuje podnikateľskému subjektu svoje riziká identifikovať, kvantifikovať a odhadnúť tak svoj celkový rizikový profil.



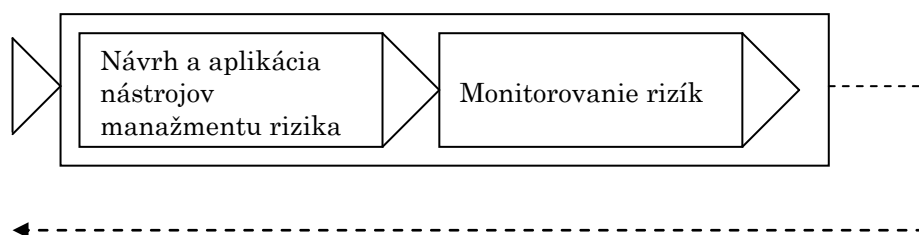
Obr. č.1

V súvislosti s týmto postupom je potrebné mať na mysli životný cyklus rizika, t.z. rizikovú pozíciu je potrebné vyhodnocovať z pohľadu času zostávajúceho do zaniknutia rizikovej situácie. Ak s postupom času klesá pravdepodobnosť nastania rizikovej situácie, resp. znižuje sa výška možnej straty, tak je možné zvážiť mieru ochrany.

Ak subjekt pozná svoj rizikový profil, môže pristúpiť k druhej časti, a tou je samotné manažovanie rizika. Nadväzuje na predchádzajúce 4 kroky s tým, že už pozná odpoveď na základné otázky – aké riziká mu hrozia, aká je

pravdepodobnosť ich výskytu, čo hlavné faktory a aký dopad môžu mať na samotný podnikateľský subjekt:

5. **Návrh a aplikácia nástrojov manažmentu rizika** – výber vhodných nástrojov na elimináciu resp. zníženie dopadov faktorov rizika a ich nasadenie.
6. **Monitorovanie rizík** – priebežná kontrola úrovne rizík s prípadnými úpravami nástrojov podľa vývoja aktuálnej situácie. V prípade, že subjekt identifikuje nové riziká a niektoré naopak prestanú byť pre subjekt hrozbou, podľa toho zväží aplikovanie nových a ukončenie využívania neaktuálnych nástrojov.



Obr. č.2

Výsledkom znižovania stochastickosti pri analýze rizika a vzniku metodológie bol rozvoj činností zameraných na analýzu a manažment podnikateľského rizika, pre ktoré sa ujal názov „riskmanagement“. Jedná sa o disciplínu, ktorá sa zaoberá hodnotením, kontrolou, riadením vplyvu rizík<sup>22</sup>. Riskmanagement je zameraný analyticky na rozbor dielčích faktorov jednotlivých rizík, na metódy a spôsoby ochrany podnikateľských subjektov pred dopadmi rizík a na optimalizáciu nákladov na opatrenia, ktoré majú obmedziť dopady rizík na podnikateľské subjekty.

Medzi základné otázky, ktorými sa riskmanažment zaoberá, patria:

- Aké nepriaznivé udalosti môžu nastať ?
- Aká je pravdepodobnosť výskytu nepriaznivých udalostí ?
- Aké sú príčiny rizík ?
- Aké dôsledky môže mať dané riziko ?
- Ako sa môžu riziká riadiť ?
- Aké nástroje na riadenie nám ponúka trh ?

Cieľom riskmanagementu je identifikovať reálne ohrozenie. Jeho zvyčajné zameranie je na budúcnosť, avšak niekedy je potrebné pozrieť sa aj do minulosti a zistiť príčiny, prečo k danému ohrozeniu v rôznych prípadoch došlo, čo sa podcenilo alebo chybné odhadlo. Poznatky a skúsenosti z minulosti nám pomôžu identifikovať riziko v súčasnosti a stanoviť jeho pravdepodobnosť.

<sup>22</sup> Stoklasa, J. 1991. *Podnikání a riziko*. Praha: Institut moderního průmyslu, 1991. str. 1, str. 105.

K tomu však je potrebná odborná skúsenosť alebo skúsenosť nadobudnutá vekom. V tejto súvislosti je potrebné pripomenúť subjektívne vnímanie javov, t.z. že ten istý jav môžu vnímať jednotlivci rôzne. Za účelom minimalizáciu subjektívneho vnímania rizika a dosiahnutia neustrannosti expertov je potrebné aplikovať vhodné postupy na jeho objektivizáciu (napr. expertné skupiny, využitie externých služieb).

Na rozhodovanie a chovanie ľudí, a teda aj na expertov a risk manažérov má významný vplyv vnímanie rizika. Rovnaké riziko vzhľadom na subjektívnosť môžu experti vnímať rôzne – môžu ho vnímať v celom rozsahu hrozby, z určitej časti alebo vôbec.

Citlivosť voči riziku ovplyvňujú najmä:

- skúsenosti,
- vek,
- dobrovoľnosť expozície,
- znalosť situácie a možných scenárov,
- časový horizont trvania rizika,
- doba od posledného dopadu rizika,
- bezprostrednosť rizika.

Zároveň sa ľudia líšia svojou toleranciou k riziku, a to z dôvodu osobných predispozícií, zdravotného stavu, psychického rozpoloženia a pod. Rozlišujeme tri základne stupne tolerancie k riziku:<sup>23</sup>

1. **averzia k riziku** – osoba má záujem potlačiť riziko tak, aby straty boli minimálne, a to aj za cenu vyšších nákladov;
2. **reverzia k riziku** – osoba s takouto charakteristikou má záujem prijímať riziko, lebo chce využiť ponúkané šance;
3. **indiferencia k riziku** – osobu nezaujíma rozptyl rizika, ale len jeho stredná hodnota.

Riskmanagement ako disciplína zaoberajúca sa analýzou rizika využíva rôzne metódy, ako riziko zistiť a kvantifikovať. Výstupom aplikácie metód má byť nielen ohodnotenie rizika ako napr. maximálnej možnej straty (pasívny prístup riskmanagementu), ale riskmanagement by sa mal stať aktívnym podporným prvkom manažmentu a jeho cieľom by malo byť poskytnúť manažmentu podniku odporúčania na riadenie jednotlivých druhov rizík.

Aktívny prístup riskmanažmentu by mal viesť k naplneniu podnikových cieľov s využitím dostupných nástrojov na riadenie rizika.

Možné prístupy k riešeniu rizikových situácií:

---

<sup>23</sup> Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. str.21.

- **zabránenie vzniku rizikovej situácie** - pravdepodobnosť vzniku a možné straty sa redukujú na nulu,
- **zmiernovanie rizika** - snaha o zníženie pravdepodobnosti vzniku a možných strát daného rizika,
- **diverzifikácia rizika** - rozdrobenie rizika na čiastkové, pričom sa znižuje výška nožnej straty pri rovnakej kumulatívnej miere rizika.

### **1.3. Riziko a podnikateľské rozhodovanie**

Podstatou každého rozhodovania je uplatnenie voľby, to znamená výber z viacerých možných variantov. Táto voľba sa môže uplatniť intuitívne alebo vedome. Rozhodovanie je jednou zo základných manažérskych funkcií a dotýka sa každodenného života podnikateľského subjektu<sup>24</sup>.

Nutnosť rozhodovania vyplýva zo samotnej podstaty činností podniku a jeho transformačného procesu. Súčasťou každodennej činnosti podniku sú rozhodnutia o dodávateľoch, vstupoch, predajných cenách, spôsoboch financovania, nábore alebo prepustení zamestnancov a pod. Jednotlivé rozhodnutia viac alebo menej vplývajú na podnikové procesy a rozličnou mierou prispievajú k dosahovaniu podnikových cieľov. Rozhodovanie kladie vzhľadom na svoju rozmanitosť, náročnosť a vzájomnú prepojenosť určité nároky na schopnosti pracovníkov, ktorí tieto rozhodnutia realizujú.

Základom každého rozhodovania o probléme je cieľ, ktorého dosiahnutie daným rozhodovaním sledujeme. Výber konkrétnych cieľov a určenie ich priority, to znamená vytvorenie vhodnej pyramídovej štruktúry cieľov, patrí k najnáročnejším rozhodnutiam v podnikaní, ktoré môžu zásadne ovplyvniť vývoj podniku. Stanovenie cieľov je súčasťou strategického manažmentu podniku. Jedným z najdôležitejších kritérií ich výberu je miera úspešnosti dosiahnutia uvažovaného cieľa, teda s akou pravdepodobnosťou môžeme kalkulovať dosiahnutie určitých výsledkov.

Ak sme si stanovili cieľ, respektíve skupinu cieľov zoradenú podľa hierarchie do pyramídy, je potrebné rozpracovať alternatívy na dosiahnutie stanovených cieľov. K tomu však potrebujeme poznať podmienky, za akých sa budú postupy na dosiahnutie cieľov realizovať. Potrebujeme poznať, v akom stave okolia sa procesy budú uskutočňovať. K určeniu stavov okolia a na vypracovanie alternatívnych spôsobov riešenia sú potrebné informácie. V podnikateľskom prostredí takmer neexistujú situácie, kedy máme k dispozícii všetky potrebné informácie.

---

<sup>24</sup> Jassinger, A. - Pinka, D. 1989. *Rozhodovanie v riadení priemyselného podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo Práca, 1989.

Z hľadiska podnikateľského nebezpečia, miery informovanosti a z hľadiska neurčitosti môžeme hovoriť o troch situáciách, respektíve postupoch v rozhodovacom procese<sup>25</sup>:

1. **Rozhodovanie za istoty** - neuvažuje sa o možných alternatívach. Je možné s istotou určiť stavy okolia. V praxi sa tento typ rozhodovania nevyskytuje, nakoľko úplné informácie o stavoch okolia redukovujú rozhodovanie o stavoch okolia na jediný - istý stav.
2. **Rozhodovanie za rizika** - pri tomto type rozhodovania dokážeme získať informácie o pravdepodobnom výskyte stavu okolia a túto pravdepodobnosť dokážeme kvantifikovať.
3. **Rozhodovanie za neistoty** - podnikateľský subjekt nedokáže získať informácie o pravdepodobnosti výskytu určitých stavov okolia. Táto situácia je pre podnik najzložitejšia a najnebezpečnejšia.

DRUHY ROZHODOVANIA PODĽA INFORMOVANOSTI	<i>Možné alternatívy stavov okolia</i>	<i>Výskyt jednotlivých stavov okolia</i>
<b><i>Rozhodovanie za istoty</i></b>	Vieme určiť	Vieme určiť s istotou
<b><i>Rozhodovanie za rizika</i></b>	Vieme určiť	Poznáme rozloženie pravdepodobnosti výskytu jednotlivých alternatív
<b><i>Rozhodovanie za neistoty</i></b>	Vieme určiť	<u>Nepoznáme</u> rozloženie pravdepodobnosti výskytu jednotlivých alternatív

Obr. č.3

Východiskom a základným predpokladom rozhodovacieho procesu je, že rozhodovací subjekt má schopnosť urobiť určité rozhodnutie s možnosťou kontrolovať ho a v prípade nepriaznivého vývoja existujú možnosti korekcie daného rozhodnutia (závisí to prirodzene od konkrétnej situácie). Rozhodovací proces by mal byť viac-menej nezávislý a výsledok rozhodovania by mal závisieť od vôle rozhodovateľa.

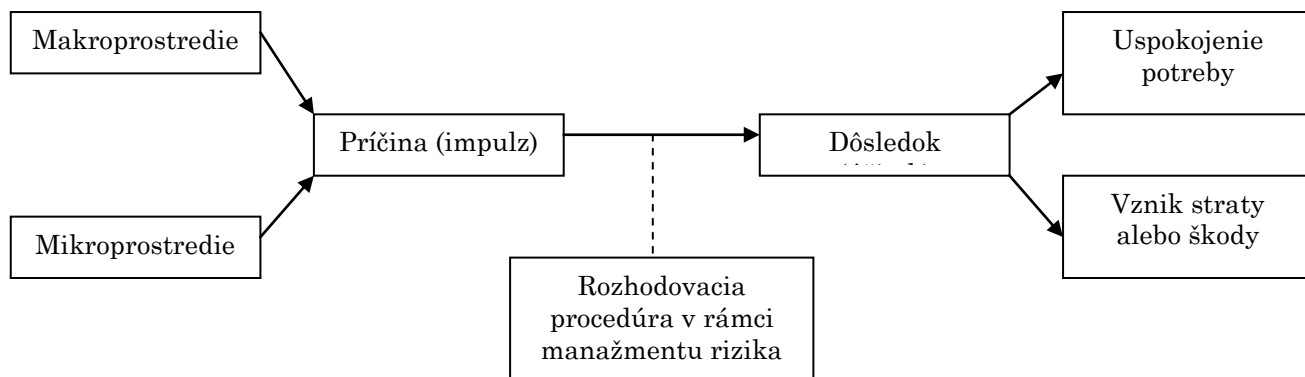
Podnikateľské subjekty (aj keď nie len oni) sa však stretávajú aj s udalosťami, ktoré nie sú výsledkom vôľového rozhodnutia rozhodovacieho subjektu, resp. nie sú ním kontrolované. Tieto sú pod vplyvom síl, ktoré nespádajú do rámca pôsobenia rozhodovateľa. Nekontrolovateľné rozhodnutia môžu mať na podnik pozitívny vplyv, keď pôsobia v smere dosiahnutia podnikových cieľov, alebo negatívny vplyv, keď možnosť dosiahnutia podnikových cieľov obmedzujú resp. úplne vylučujú. Sú však súčasťou podnikateľského prostredia a je potrebné ich v rámci analýzy rizík zohľadňovať.

V rozhodovacom procese je však nutné si uvedomiť, že „riziko má tendenciu vyvolávania vzniku kauzálnych javov, t.j. javov založených na vzťahu príčina (impulz) a dôsledok (úžitok).“<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Wächtershäuser, M. 1971. *Kreditrisiko und Kreditentscheidung im Bankbetrieb*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1971.

<sup>26</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 13.

Príčinou býva nejaká pohnútko resp. cieľ podnikateľského subjektu, napr. získanie dominantného postavenie na trhu. Dôsledkom môže byť obranná reakcia ostatných účastníkov trhu a v zmenách podmienok na trhu.



Kauzálne vzťahy v manažmente rizika (obr. č.4 ) <sup>27</sup>

Pri stanovovaní cieľov musí rozhodovateľ vychádzať zo všetkých faktorov, ktoré by mohli zabrániť dosiahnutiu požadovaného cieľa. Ak určitý aspekt vplyvu poznáme, označujeme tento stav ako istotu. Ak aspekt vplyvu alebo jeho dopad nemôžeme identifikovať, hovoríme o neistote. Pri neistote, ako už bolo uvedené vyššie, nepoznáme pravdepodobnosť výskytu. V prípade, že budeme poznať (na základe pozorovaní, štatistických tabuliek) určité rozdelenie pravdepodobnosti výskytu daného aspektu, môžeme hovoriť o rozhodovaní za rizika.

„Na základe uvedeného možno načrtnúť skladbu postupných (nasledujúcich) krokov, ktoré si vyžaduje rozhodovací proces. Ide najmä o tieto kroky:

1. definovanie cieľa,
2. určenie kontrolovateľných aktivít,
3. vymedzenie nekontrolovateľných aktivít a určenie stavu (prírody, podmienok a okolia),
4. definovanie čiastočne kontrolovateľných premenných a ich vzťahu ku kontrolovateľným veličinám,
5. určenie výsledku všetkých možných rozhodnutí (stratégie alebo hodnoty pre všetky kontrolovateľné aktivity) so zreteľom na cieľ = nájdenie najlepšieho rozhodnutia,
6. uskutočnenie rozhodnutia,
7. sledovanie a analýza výsledkov,
8. opakovanie rozhodovacieho procesu po určitom čase.“<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 14.

<sup>28</sup> Čunderlík, D. 2000. *Podnikateľské riziko*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2000.

Dôležité je uvedomiť si, že riziko sa týka celého rozhodovacieho procesu, je s ním úzko späté. V podnikateľskom prostredí prakticky nepoznáme stav istoty, rozhodovanie za istoty je zriedkavé. Väčšinu rozhodovaní preto možno označiť ako rozhodovanie v podmienkach rizika, resp. v podmienkach neistoty. Riziko a rozhodovanie v zásade nemožno od seba oddeliť. Z dôvodu, že rozhodovanie tvorí nerozdielnú súčasť manažovania podniku a niektorí autori ho dokonca povyšujú na samotné manažovanie (tento názor však nezdieľam), treba manažment rizík taktiež považovať za jednu zo základných častí riadiaceho aparátu podniku. Jeho absencia v procese manažmentu predstavuje pre podnikateľský subjekt nevýhodu oproti svojim konkurentom.

#### **1.4. Klasifikácia rizika**

Pre podnikateľský subjekt je dôležité vedieť, že je potrebné vybudovať určitý systém manažovania rizika, aby bolo možné poznať príčiny vzniku rizika, druhy rizika a kvantifikovať aj možné straty. „V štruktúre potenciálnych rizík v podstate neexistuje žiadna forma, ktorá by nemala negatívny vplyv na financie podniku. V tejto súvislosti možno riziko členiť na

- riziko s okamžitým vplyvom na financie,
- riziko s neskorším vplyvom na financie“.<sup>29</sup>

V teoretickej literatúre existuje množstvo prístupov ku klasifikácii rizika podnikateľského subjektu. Niektoré definujú jednotlivé kategórie užšie, iné širšie. Niektorí autori volia pohľad na podnik z externého prostredia, iní z interného prostredia.

Bez ohľadu na zvolený prístup považujem zadelenie rizík do skupín za veľmi zmysluplné, nakoľko umožní identifikovať ďalšie riziká, ktoré by sme si ináč nevšimli. Umožní nám to lepšie sa rozhliadnuť.

Na základe vecného hľadiska (nazeranie na podnikateľský subjekt z interného hľadiska) je možné vymedziť nasledovné základné druhy rizika<sup>30</sup>, ktoré sa dotýkajú podnikateľských subjektov. Toto členenie treba chápať len ako jeden z možných prístupov ku klasifikácii rizika podnikateľského subjektu, ktoré je vyjadrením názoru autora na vecné členenie rizík. Rozdelenie rizika do skupín, pri ktorých kritériom členenia je predovšetkým zdroj, z ktorého dané riziko pochádza, považujem v tomto prípade za najúčelnejšie.

---

<sup>29</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 11.

<sup>30</sup>

- Varcholová, T. 1996. *Podnikateľské riziká*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 1996.  
- Stoklasa, J. 1991. *Podnikání a riziko*. Praha: Institut moderního průmyslu, 1991.  
- Čunderlík, D. 2000. *Podnikateľské riziko*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2000.  
- Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001.  
- Beenhakker, H.L. 1997. *Risk management in project finance and implementation*. London: Quorum books, 1997.



Obr. č.5

#### 1.4.1. Technické riziko

Tento druh rizika je ovplyvnený najmä rýchlym vedecko-technickým rozvojom. Technické riziko je spojené s pripravovanými zmenami (t.z., že sa dotýka predovšetkým budúcnosti), s tvorivým inžinierskym riešením. Spočíva napr. v inováciách výrobkov, technológií výroby, organizácie výroby, všeobecne ho možno chápať ako náhle zmeny v riešení vedecko-technických otázok. Technické riziko je spojené s tromi hlavnými okruhmi problémov:

- *možnosť čerpať inžinierske a technologické zdroje z minulosti* - využívanie skúsených pracovníkov, stavanie na časom overenom technologickom zázemí,
- *zvládnutie technického riešenia problému* - vysoké technické riziko existuje najmä pri prenikaní do oblastí vopred neoverených technológií, pri neznalosti konkrétneho technického a technologického riešenia,
- *náročnosť a komplexnosť organizačných postupov a realizácie technických procesov* - môže spôsobiť sklzy v harmonogramoch s následným ohrozením celého projektu, ak postupy neboli vopred prakticky preverené.

#### 1.4.2. Výrobné riziko

Výrobné riziko úzko súvisí s technickými rizikami a objavuje sa ako možnosť strát v konkrétnom výrobnom procese podniku (t.z., že na rozdiel od technického rizika sa vzťahuje na existujúce výrobné procesy).

Faktory ovplyvňujúce jeho veľkosť môžeme rozčleniť na *interné faktory* (organizačné zabezpečenie výrobného procesu, spoľahlivosť zariadení, faktory vplyvajúce na kvalitu výrobkov, zastaranosť, resp. funkčnosť strojového parku a pod.) a na *externé faktory* (spôsobujú obmedzenie alebo zastavenie výroby - kvalita materiálu, presnosť dodávok z hľadiska času, pôsobenie prírodných síl, environmentálne podmienky okolia a pod.). Dotýka sa súčasného transformačného procesu podniku.

Jedným z fenoménov 20. storočia sa určite stala výpočtová technika, ktorá je dnes neoddeliteľnou súčasťou takmer všetkých hospodárskych oblastí, transformačný proces podniku nevynímajúc. V súčasnosti tvoria počítače nervové centrá podnikov a od ich správneho fungovania často závisí samotná existencia hospodárskych jednotiek. Súčasný podnik musí byť schopný spracovávať množstvo informácií, aby mohol fungovať v dynamickom a rýchlo sa meniacom globálnom prostredí. Neinformovanosť predstavuje vysoké riziko a znamená hrozbu pre samotnú existenciu podniku.

Preto je vhodné v rámci výrobných rizík (nakolko výpočtovú techniku chápeme v súčasnosti ako neoddeliteľnú súčasť transformačného podniku) vyčleniť samostatnú podoblasť - riziko informačných systémov, ktoré sa objavilo práve s procesom informatizácie spoločnosti a ktoré môžu výrazne ovplyvniť fungovanie podnikov.

Riziko informačných systémov sa týka získavania, spracovania, uchovávanía dát, pričom môže dôjsť k strate, resp. pozmeneniu pôvodných informácií (v dôsledku neschopnosti, podvodu, zlého úmyslu a pod.). K riziku informačného systému patrí aj otázke senzitivnosti informačného systému na vonkajšie vplyvy, schopnosť čeliť poruchám, možnosť jeho modifikácie jeho štruktúry, jednoduchosť obsluhy a v neposlednom rade ochranné prvky a jeho zabezpečenie.

Faktory spôsobujúce narušenie informačného systému, ktoré môže viesť k finančnej strate alebo oneskorenému prísunu informácií potrebných na rozhodovanie, môžu zasadne ovplyvniť hospodárske výsledky podnikateľského subjektu. Môže sa jednať o nasledovné faktory:

- *chyba hardwaru,*
- *chyba softwaru,*
- *chyba obsluhy - riziko ľudského faktora,*
- *nevhodná štruktúra informačného systému - znížená kvalita vstupných údajov, nedostatočné spracovanie informácií, nedostatočné filtrovanie výstupných informácií,*
- *infiltrácia informačného systému - priemyselná špionáž, sabotovanie chodu informačného systému, počítačové vírusy.*

### 1.4.3. Obchodné riziko

Obchodné riziko vyjadruje neistotu spojenú s umiestnením produktov na domácich a zahraničných trhoch. Toto riziko vyplýva z výkyvov na strane dopytu, ktorú predstavujú zákazníci podniku, a týkajú sa ako množstva predaných výrobkov, tak aj predajných cien. Obchodné riziko priamo ovplyvňuje konkrétne dosiahnuté tržby a tým aj celkové hospodárske výsledky podniku.

Faktory obchodného rizika:

- *Marketingové faktory* - kvalita a presnosť prieskumu trhu, analýza konkurencie, prieskum správania sa spotrebiteľov, správne odhadnutie veľkosti trhu a jeho rastu a pod.
- *Cenové faktory* - ceny našich vstupov (materiál, energia), ceny konkurenčných výrobkov, predajné ceny substitučných produktov, cenový vývoj a pod.
- *Pozičné faktory* - perspektívy ďalšieho zlepšovania výrobku, výrobné a technické možnosti, technologická atraktívnosť a pod.

Obchodné riziko a jeho riadenie patrí (čo sa týka vplyvu na celkové výsledky podniku) medzi ťažiskové oblasti manažmentu. Týkajú sa hlavne konkurencie, vývoja cien na trhu, správania zákazníkov, veľkosti a rastu absorpčnej kapacity trhu. Vzhľadom na rastúcu prepojenosť národných trhov je nevyhnutné posudzovať tieto riziká v nadnárodnom meradle. Prenášanie negatívnych dopadov medzinárodného trhu na národnú ekonomiku závisí hlavne od stupňa zapojenia tej ktorej národnej ekonomiky do procesov medzinárodného obchodu. Silnejúca globalizácia svetovej ekonomiky prináša čoraz viac potrebu myslenia v medzinárodných dimenziách.

V medzinárodnom kontexte je obchodné riziko ešte rozsiahlejšie ako pri posudzovaní lokálneho trhu. Je to najmä aj pod vplyvom nasledovných faktorov:

- vzdialenosť medzi zmluvnými stranami,
- jazyková bariéra,
- rozdielnosť mentalít jednotlivých národov,
- rozdielnosť právnych systémov,
- rozdielne obchodné zvyklosti,
- väčšia veľkosť trhu vyžaduje spravidla dlhší čas na jeho zmapovanie,
- rozdielni zákazníci na národných trhoch (rôzne priority, preferencie, zvyky a pod.).

### 1.4.4. Ekonomické riziko

Ekonomické riziko sa týka všetkých faktorov, ktoré môžu ovplyvniť ziskovosť podniku a ktoré možno kvantifikovať v peňažných jednotkách. Jedná sa o vývoj cien vstupov do transformačného procesu podniku (materiál, energetické

náklady, dopravné náklady, administratívne poplatky), vývoj predajných cien (a teda cien výstupov transformačného procesu), vplyv inflácie, kurzové riziká. Všeobecne možno za ekonomické riziko považovať všetky čiastkové riziká vyjadrené v peňažných jednotkách.

Činitele ekonomického rizika ovplyvňujúce podnikateľské rozhodovanie môžeme rozdeliť do troch kategórií:

1. *pozitívne činitele* - pozitívne ovplyvňujú snaženie podniku pri dosahovaní podnikateľských cieľov a prispievajú k tvorbe zdrojov podniku;
2. *negatívne činitele* - zhoršujú podmienky podnikania, sťažujú alebo bránia dosiahnutiu podnikateľských cieľov, znižujú disponibilné zdroje podniku;
3. *indiferentné činitele* - na vlastný transformačný proces podniku nemajú vplyv, resp. ich vplyv nie je jednoznačný, ale môže sa na ne prihliadať.

#### 1.4.5. Politické a právne riziko

Politické a právne riziko sa vzťahuje na rozhodnutia štátnych orgánov, ktoré majú priamy alebo nepriamy vplyv na činnosť podniku. Jedná sa o riziko, ktoré podnik zvyčajne nedokáže priamo ovplyvniť. Môžeme ich rozdeliť do dvoch základných kategórií:

- *riziko legitímneho charakteru* - zmeny týkajúce hospodárskej politiky štátu, štátneho rozpočtu, legislatívnej sústavy, environmentálnych predpisov atď.;
- *riziko nelegitímneho charakteru* - štrajky, vojnové konflikty, nepokoje, prevraty.

Politické a právne riziko pôsobí vo väčšine prípadov plošne na všetky hospodárske subjekty, na hospodárske subjekty z určitej oblasti (ochrana životného prostredia sa týka najmä podnikov ťažkého strojárstva), alebo cielene na konkrétny podnikateľský subjekt (napr. podnikové štrajky, územný plán obmedzujúci rozvoj určitej priemyselnej výroby v danej lokalite). Politické a právne riziká sú ťažko predvídateľné, avšak mávajú silný dopad na činnosť podnikateľských subjektov. Býva predovšetkým výsledkom zmien politických systémov, ale aj politických cyklov (zmena orientácie vládnuceho vedenia štátu v dôsledku volieb) vedúcim k zásahom do legislatívneho systému. Dopad spravidla podnik nedokáže ovplyvniť, resp. len vo veľmi obmedzenej miere (napr. ekonomická loby pri navrhovaní zákonov).

#### 1.4.6. Personálne riziko

Personálne riziko vyplýva z ľudského faktora vo väzbe na podnikový transformačný proces. Toto riziko predstavuje možnosť úmyselného, resp. neúmyselného zlyhania pracovníkov, nemožnosť alebo neochotu riešiť konfliktné situácie a pod.

Z oblasti personálneho rizika možno vyčleniť ako samostatnejšiu podoblasť manažérske riziko. Predstavuje riziko, ktoré je spojené s kvalitou manažmentu podniku (schopnosť úspešne riadiť podnikateľský subjekt, jednotnosť manažmentu, prispôsobivosť k zmenám, schopnosť správne interpretovať signály trhu a pod.), rozhodovacími právomocami, akcionárskou štruktúrou a jej rozdrobenosťou. Manažérske riziko môže vyplynúť z nevhodnej organizačnej štruktúry, býva determinované procesmi, metódami a použitými nástrojmi manažmentu. Manažérske riziko sa bližšie definuje ako:

- riziko nesprávnej štruktúry obchodov;
- riziko jednotlivých obchodov;
- riziko subjektívneho charakteru (vyplývajú z osobnosti manažérov);
- riziko vyplývajúce zo zvolenia nesprávnych metód a použitia nesprávnych nástrojov na riadenie rizík.

#### **1.4.7. Strategické riziko**

Strategické riziko sa dotýka pozície podnikateľského subjektu a jeho produktov na trhu, najmä vo vzťahu k silným a slabým stránkam, príležitostiam a hrozbám podniku v strednodobom a dlhodobom horizonte. Patrí sem riziko, ktoré súvisí s ďalším smerovaním podniku a koncentruje vplyv ostatných rizík na podnikateľský subjekt. Je zrkadlom prejavu ostatných čiastkových rizík, ktorých pôsobenie sa práve odrazí v postavení podniku a jeho produktov na trhu, v schopnosti podniku a jeho produktov konkurovať iným subjektom, v schopnosti udržať si, resp. zlepšiť pozíciu na trhu na úkor konkurenčných podnikateľských subjektov a pod. Podcenenie, resp. nereflektovanie na strategické riziko znamená často krát ohrozenie existencie podnikateľského subjektu v budúcnosti.

#### **1.4.8. Finančné riziko**

Finančnému riziku je venovaná subkapitola 1.5.

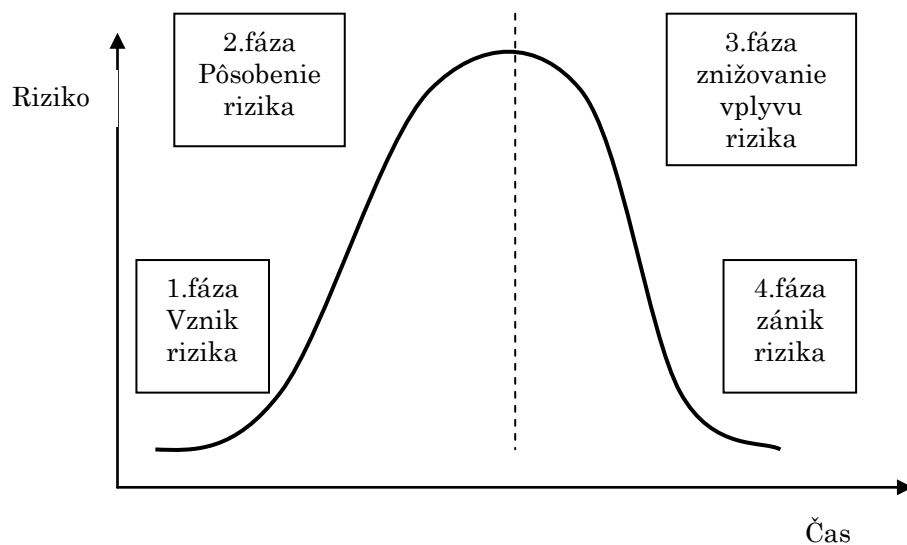
### **1.5. Finančné riziko**

Vo všeobecnosti je finančné riziko definované ako potenciálna finančná strata podniku, t.j. nie ešte existujúca strata alebo strata nerealizovaná, ale ako možná strata v budúcnosti vyplývajúca z použitia konkrétnych zdrojov financovania. Už existujúca strata sa tiež označuje ako *očakávaná strata* a potenciálna strata ako *neočakávaná strata*. Finančné riziko sa sústreďuje na výsledky podnikového úsilia, ktorým je dosiahnutie zisku alebo zmiernenie straty.

„Finančné riziko vo svojej podstate pôsobí na podnik rôznymi spôsobmi, rovnako ako aj dosahované efekty môžu vykazovať odlišnú silu a

významnosť.<sup>31</sup> V tejto súvislosti je významným hľadiskom práve čas, t.z. vývoj finančného rizika v priebehu určitého časového obdobia. Takýto vývoj zachytáva životný cyklus finančného rizika, ktorý „definuje fázy vývoja rizika v bilancii podnikateľského subjektu a súčasne odráža dosahy na podnikové výsledky“.<sup>32</sup> Riskmanažment podniku by mal poznať časový priebeh finančného rizika a pri aplikácii nástrojov na jeho znižovanie aj zohľadňovať, v ktorej fáze za finančné riziko nachádza.

Dĺžka jednotlivých fáz nie je jasne stanovená, závisí od mnohých subjektívnych a objektívnych faktorov. Napríklad rizikový postoj podniku určuje nielen dĺžku jednotlivých fáz, ale aj charakter prijatých opatrení.



Životný cyklus rizika (graf č.6)<sup>33</sup>

1. **Vznik rizika** - je zvyčajne vyvolaný určitým externým podnetom, ktorým môže byť získanie určitého aktíva citlivého na trhovú vývoj (napr. obligácia). Spolu s investíciou podnik „kúpi“ aj finančné riziko, čím si otvorí rizikovú pozíciu.
2. **Pôsobenie rizika** - v tejto fáze sa finančné riziko pôsobením trhu začína naplno prejavovať. Mnohé podniky si až v tejto fáze začínajú uvedomovať riziko spojené s danou transakciou. Nebezpečenstvom tejto fázy je, že podnik pod tlakom udalostí môže konať neuvážene a ohroziť výnos svojej investície.
3. **Znižovanie vplyvu rizika** - podnik po uvedomení si finančného rizika sa usiluje minimalizovať jeho negatívne dôsledky, a to využitím vhodných nástrojov manažmentu rizika. Takéto aktivity majú zvyčajne

<sup>31</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 31.

<sup>32</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 31.

<sup>33</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 31.

aj ekonomický dosah, nakoľko podniku vznikajú náklady na zabezpečenie. 100% vylúčenie rizika zvyčajne nie je možné a je na rozhodnutí podnikateľského subjektu, či je s ohľadom na výnos investície ochotný akceptovať zostávajúce nezaistené riziko.

4. **Zánik rizika** - t.z. uzatvorenie rizikovej pozície formou odpredaja nástroja alebo jeho expiráciou. Následne môže podnik porovnaním výnosov a nákladov investície vyčíslíť svoj zisk, resp. stratu.

Nebezpečnou črtou finančného rizika je to, že sa môže určitý čas správať latentne a prejavíť sa až po vyvolaní určitého impulzu. Zostáva na manažmente podniku, či dokáže adekvátne zareagovať aplikáciou vhodného nástroja s cieľom znížiť riziko a hroziacu stratu.

V tejto súvislosti je nutné uvedomiť si komplexnosť kauzálnych vzťahov pri hedgingu finančného rizika, na základe čoho samotná aplikácia ochranného nástroja nemusí jednoznačne viesť k riešeniu samotného problému. Prvotné finančné „riziko zmiernené adekvátnym nástrojom vedie k vzniku nového rizika (spojeného so samotným zabezpečovacím nástrojom“.<sup>34</sup>

Každý podnik si však musí uvedomiť, že podnik orientovaný na zisk musí s určitým rizikom vrátane finančného kalkulovať a podstupovať ho. Dlhodobé dosahovanie bezrizikového zisku je prakticky nemožné. Dôležitý je však aktívny prístup k riziku a snaha o jeho manažovanie. Na to, aby však podnik dokázal finančné riziko vhodne riadiť, musí poznať jeho formy, dôsledky a vhodné nástroje, ktoré ich dokážu eliminovať, resp. znížiť na prijateľnú úroveň.

Existujú rôzne prístupy ku klasifikácii a členeniu finančných rizík. V tejto práci som sa zamerlal na užšie vecné vymedzenie kategórie finančných rizík.

Pri voľbe zdroja financovania musí podnikateľský subjekt brať do úvahy najmä nasledovné finančné riziká:

#### **1.5.1. Riziko dostupnosti finančných zdrojov**

Zahrňa riziko, že požadovaný a najvhodnejší zdroj financovania nebude k dispozícii v čase, kedy je potrebný pre realizáciu daného podnikateľského zámeru. V dôsledku toho je podnikateľský subjekt nútený, ak chce určitú investičnú príležitosť zrealizovať, hľadať náhradné riešenie, ktoré však nemusí byť pre daný typ investície optimálne. Tým sa môže investícia predražiť alebo môže byť vystavená dodatočným rizikám, ktoré by pri pôvodnom financovaní neexistovali, resp. vystupovali by v limitovanej miere.

Príčinou takéhoto rizika môže byť jednak zmena v názore banky financovanie daného podnikateľského zámeru alebo napr. interné problémy banky vedúce

---

<sup>34</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 34.

k jej nútenej správe resp. ku konkurzu, ktoré priamo nesúvisia s vlastným podnikaním podniku. Príklad - podnik ráta so slúbenými úverovými zdrojmi na financovanie určitého projektu, ale tesne pred čerpaním je na financujúcu banku vyhlásený konkurz, čím dôjde k časovému posunu projektu z dôvodu nedostatku peňažných prostriedkov.

### **1.5.2. Riziko viazania peňažných prostriedkov (likvidnosť aktív)**

Jedná sa o riziko, ktoré sa dotýka najmä dlhodobých a objemovo náročných investíciách napr. do strojno-technologického vybavenia, do nehnuteľností. Kapitál viazaný vo forme dlhodobých aktív je premenený na najmenej likvidnú formu majetku resp. formu majetku, ktorého návratnosť je v dlhodobom horizonte (napr. výrobná hala). Je spojené s tým, ako rýchlo je možné premeniť dané aktíva na peňažné prostriedky.

Treba však dodať, že likvidita vo forme voľných finančných zdrojov, ktorá slúži na riešenie nepredvídateľných problém, je v nepriamej úmere s rentabilitou, t.z. najlikvidnejšie aktíva majú najnižšiu rentabilitu a bývajú aj s ohľadom na náklady ušlých príležitostí najdrahšie. Voľné peňažné prostriedky nám síce znižujú riziko likvidity a pôsobia ako určitá poistka, avšak na druhej strane prinášajú minimálny zisk. Rozhodnutia týkajúce sa alokácie kapitálu do dlhodobých aktív patrí zvyčajne do kompetencie vrcholového manažmentu podniku, nakoľko takéto rozhodnutia zvyčajne ovplyvnia smerovanie podniku na niekoľko rokov dopredu. Manažment musí zvážiť, aké bude zloženie aktív a do akej miery sa pri plánovanom zámere problematika likvidnosti aktív zohľadní.

### **1.5.3. Riziko finančnej štruktúry**

Predstavuje riziko vyplývajúce zo stanoveného podielu financujúceho vlastného a cudzieho kapitálu na príslušnom investičnom zámere. Oba zdroje financovania podniku majú svoje pozitíva a negatíva, z čoho pramení aj riziko ich vhodného „namixovania“.

Cudzí kapitál býva spravidla rizikovejší ako vlastný kapitál, a to najmä v období hospodárskej recesie a krízy. V dôsledku vyšších úrokových sadzieb v období recesie znižuje vlastnú rentabilitu, vyššou mierou zaťažuje cash flow podniku, v dôsledku vyššej citlivosti na externé vplyvy prenáša tieto do vnútra podnikateľských subjektov a býva najčastejšou príčinou krachu podniku (tzv. leverage riziko). Avšak na druhej strane v období konjunktúry môže v dôsledku nižšej ceny za finančné zdroje a pôsobenia daňového štítu výrazne znížiť priemerné náklady podniku na kapitál (tzv. finančný leverage) a tým do značnej miery ovplyvniť ziskovosť podniku. Výhody vlastného kapitálu sa prejavia predovšetkým v období recesie, avšak nevie poskytnúť podniku výhodu daňového štítu a tým býva pre podnik drahší.

#### 1.5.4. Riziko likvidity

Riziko likvidity znamená hrozbu platobnej neschopnosti podnikateľského subjektu a z toho vyplývajúcej neschopnosti zaplatiť splatné záväzky. Tento typ rizika vyplýva z nesúladu medzi krátkodobými záväzkami a likvidným obežným majetkom. Môžeme rozlíšiť tri druhy platobnej neschopnosti:

1. *Strategická kríza* - to znamená, že podnikateľský subjekt nie je od začiatku vhodne založený, nedisponuje vhodnými finančnými zdrojmi na krytie svojho majetku, respektíve vhodná finančná štruktúra nie je podporovaná dostatočnou výnosnosťou podniku, čo vedie k ďalšiemu zadlžovaniu, ktoré podnik v dôsledku slabej výnosnosti nie je schopný načas splácať. Túto krízu môžeme označiť aj ako prvotnú platobnú neschopnosť, to znamená, že tento podnikateľský subjekt je zdrojom platobnej neschopnosti iných podnikov.
2. *Výnosová kríza* - týka sa podniku, ktorý má dostatočnú výnosnosť, avšak jeho zákazníci (napr. v dôsledku strategickej krízy) nie sú schopní na čas splácať svoje záväzky, čím na neho prenášajú svoje problémy. Takýto podnik prestáva byť schopný splácať svoje záväzky z dôsledku neuhradených pohľadávok, v ktorých má „zmrazené“ peňažné prostriedky a dostáva sa do tzv. druhotnej platobnej neschopnosti. U týchto podnikov dochádza k značnej disproporcii medzi výnosmi a príjmami.
3. *Likvidná kríza* - táto kríza vychádza z peňažných trhov. Môže sa jednať o vysoké ceny úverových zdrojov, nedostatok voľných krátkodobých finančných zdrojov na trhu. Pre podnik to znamená, že napriek svojej dobrej bonite nemôže získať krátkodobé peňažné zdroje na prechodné pokrytie nedostatku peňažných prostriedkov, ktorý môže byť spôsobený napríklad pohľadávkami po lehote splatnosti alebo poskytnutím obchodného úveru svojim odberateľom.

Riziko likvidity môže nadobudnúť národný rozmer, kedy v dôsledku reťazového efektu platobná neschopnosť zasiahne väčšinu podnikov v národnom hospodárstve.

#### 1.5.5. Riziko zmeny úrokových sadzieb, resp. úrokové riziko

„Úrokové riziko predstavuje straty v dôsledku zmien cien nástrojov citlivých na úrokové miery. Ide predovšetkým o riziko zo zmeny úrokových mier, zmien tvaru úrokovej krivky, zmeny volatility úrokových mier.“<sup>35</sup>

O úrokovej sadzbe pri fungujúcom trhovom hospodárstve rozhoduje množstvo faktorov ako dopyt a ponuka finančných zdrojov na peňažných a kapitálových trhoch, hospodárska a politická situácia, platná legislatíva a pod. V období konjunktúry, kedy zvyčajne finančné trhy disponujú vyššou likviditou, bývajú

---

<sup>35</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 25.

úrokové sadzby nižšie a z toho dôvodu existuje na trhu priaznivejšia klíma pre investície. V období recesie býva situácie zvyčajne obrátená.

Tento druh rizika vychádza predovšetkým z úverových vzťahov (úvery, obligácie) a do značnej miery závisí od konkrétnych dojednaní v úverových zmluvách ohľadne obdobia fixácie úrokových sadzieb. V prípade dohodnutia variabilnej úrokovej sadzby môže dôjsť k ohrozeniu najmä dlhodobých projektov, ak zvýšenie úrokových nákladov v dôsledku rastu úrokových sadzieb nie je podnik schopný čiastočne/úplne preniesť na svojich zákazníkov, resp. keď projekty nenaakumulovali v predchádzajúcom období dostatočné rezervy na krytie dodatočných úrokových nákladov. Riziko sa síce zvyčajne definuje ako odchýlka od určitej stredovej hodnoty oboma smermi, avšak na situáciu dlžníka má negatívny vplyv len rast úrokových sadzieb. Pre potreby manažovania úrokového rizika je potrebné poznať citlivosť jednotlivých záväzkových položiek na zmenu úrokovej sadzby a kvantifikovať dopad na finančné výsledky.

V určitých prípadoch môže byť spojené s kurzovým rizikom, ak napr. subjekt s úmyslom redukcie rizika zmeny úrokových sadzieb prijme úver v mene, ktorej variabilné sadzby sú síce menej volatilné, avšak jeho financovanie nie je menovo kongruentné.

Riziko zmeny úrokových sadzieb je možné rozčleniť na:

- *Špecifické úrokové riziko* - do značnej miery závisí od celkovej finančnej situácie konkrétneho podniku. V prípade zhoršenia bonity podniku sa táto skutočnosť odrazí vo vyšších úrokových sadzbách za úvery, obligácie a pod., ktoré budú veritelia požadovať ako dodatočný výnos za vyššie riziko spojené s ich pohľadávkou. Čiastočný vplyv na úrokovú sadzbu má aj vývoj napr. bankových marží pre financovanie podnikov resp. projektov s porovnateľným rizikom. Pri možnosti výberu sa veritelia zvyčajne rozhodnú pre z ich pohľadu ziskovejší projekt pri nezmenenej úrovni rizika,
- *Všeobecné úrokové riziko* - riziko spojené so zmenou trhových úrokových sadzieb. Toto riziko pôsobí plošne a závisí od situácie na finančných trhoch (pôsobia tu faktory ako zásahy centrálnej banky, pokles / rast ratingu danej krajiny a pod.).

#### **1.5.6. Finančné riziko dodávateľov a odberateľov**

Hovoríme o ňom vtedy, ak má niektorý dodávateľ resp. odberateľ dostatočne veľký podiel na celkovom objeme dodávok / predaja daného podnikateľského subjektu. V tom prípade môže využiť svoj vplyv (ak si je tejto pozície vedomý) na vynútenie si výhodnejších podmienok (dlhší dodávateľský úver, vyššie skonto a pod.). Na tento druh rizika značne vplýva fakt, či máme možnosť a ako rýchlo môžeme substituovať príslušného dodávateľa / odberateľa, resp. či dokážeme tieto náklady preniesť ďalej na našich odberateľov / dodávateľov. To znamená, či sa vieme vyhnúť ich tlaku bez straty obchodu, resp. či dokážeme

uskutočniť obchod za podmienok, ktoré sú pre nás prijateľné. V opačnom prípade to zvyčajne pre podnik znamená vyššie náklady a pokles rentability.

### **1.5.7. Riziko vyplývajúce z faktoru času**

Tento druh rizika súvisí s časovým horizontom realizovaného zámeru. Čím je očakávaná životnosť alebo návratnosť zamýšľaného podnikateľského zámeru dlhšia, tým väčšia nepresnosť a neistota je pri jeho plánovaní. Zároveň rastie riziko spojené s rozhodovaním, nakoľko musíme prijímať rozhodnutia s ohľadom na dlhší časový horizont. Toto riziko je priamo závislé od toho, aká je doba návratnosti projektu, aké je množstvo zdrojov viazaných v projekte, aké množstvo rezerv bolo naakumulovaných projektom v počiatočnom období fungovania projektu, volatilita trhových podmienok a pod. Generálne možno povedať, že s časom rastie aj riziko.

### **1.5.8. Riziko administratívnych opatrení**

Tento druh rizika je úzko prepojený s politickým rizikom a rizikom danej krajiny. Hovorí o tom, s akou pravdepodobnosťou môžeme počítať, že naše pohľadávky voči odberateľom z určitej krajiny budú naozaj uhradené s ohľadom na politickú situáciu v krajine. Je nezávislé od vôle nášho odberateľa. Súvisí s konfliktným vývojom a nestabilným režimom, čo znižuje bonitu našich pohľadávok. Na základe toho vznikajú nevymáhateľné pohľadávky a fiktívne majetkové hodnoty, to znamená hodnoty, ktoré sú síce evidované v účtovníctve príslušného podniku, avšak s ich premenou na peňažné prostriedky podnik nemôže reálne počítať.

Toto riziko nevychádza zo zlej finančnej situácie odberateľa, ale z politických rozhodnutí, ktoré zabránia odberateľovi aj napriek jeho snahe vyrovnáť svoje záväzky voči veriteľovi v inej krajine. Jedná sa napríklad o menové a platobné moratórium, kedy sú zablokované buď platby v určitej mene alebo sú obmedzené všetky z krajiny odchádzajúce platby.

Jeho súčasťou sú však aj opatrenia, ktoré síce napr. neblokujú disponovanie s peňažnými prostriedkami, ale dodatočne znížia ziskovosť realizovaného podnikateľského zámeru. Jedná sa napr. o zavedenie povinných minimálnych rezerv na cudziu menu, ktoré môžu neočakávane zvýšiť náklady úverových zdrojov od bánk v príslušnej cudzej mene. Patrí sem taktiež riziko zmien v daňovej, dotačnej alebo colnej politike (napr. zavedenie daní na ochranu životného prostredia). Ak podnik nedokáže preniesť tieto dodatočné náklady čiastočne alebo úplne na svojich odberateľov, zvyšuje sa tlak na jeho ziskovosť. Premietnutie rastu nákladov do cien znižuje cenovú konkurencieschopnosť produktov podniku, čo sa prejaví v nižších tržbách, ak sa dané zvýšenie nákladov netýka všetkých subjektov na danom trhu. Vo väčšine prípadov ich ťažko vopred anticipovať a vzhľadom na ich obvykle plošné pôsobenie je reakcia na zníženie ich vplyvu väčšinou veľmi obtiažna.

### 1.5.9. Riziko inflácie

Pod rizikom inflácie chápem rast celkovej cenovej hladiny v krajine, ktorá môže byť spôsobená napr. rastom nákladov na materiál a energiu, rastom úrokových sadzieb a tým aj úrokových nákladov. Vplyvom inflácie dochádza k rastu nákladov podniku. Jej vplyv sa dá minimalizovať napr. inflačnými doložkami, kedy sa podnikateľský subjekt snaží preniesť dopad inflácie na svojich odberateľov.

Podnikateľské subjekty zvyčajne s infláciou rátajú a zahrňajú ju do svojich podnikateľských plánov. Avšak ak fluktuácia výšky inflácie je príliš veľká a jej prognózovanie obtiažne, znemožňuje to efektívne a presné plánovanie v dlhšom časovom horizonte tým, že sťažuje možnosť predvídať vývoj cien produktov a služieb. V dôsledku nepredvídaného rastu inflácie sa znižuje akumulácia zdrojov na obnovu napr. technologických zariadení odpismi, zvyšuje sa daňové zaťaženie. Na druhej strane môže byť inflácia výhodná pre dlžníka napr. vtedy, keď mu umožní splácať jeho úverové záväzky znehodnotenými peniazmi (v úverovej zmluve je dohodnutá fixná úroková sadzba).

Špecifickou príčinou inflácie v danej krajine bývajú náhle a veľké zmeny v cenách strategických komodít na medzinárodných trhoch, ktoré pôsobia plošne v medzinárodnom meradle. Príkladom sú ropné šoky v sedemdesiatych rokoch, ktoré prudko zvýšili cenu ropy. Toto zvýšenie sa premietlo aj do cien iných produktov a služieb (došlo k rastu cenovej hladiny) a zasiahlo priamo či nepriamo väčšinu krajín. Tieto šoky sa dajú niekedy odhadnúť pri plánovaní v kratšom časovom úseku, ale s predlžujúcim sa horizontom plánovania je ich predikovanie obtiažne.

V dôsledku ich plošného dopadu spôsobujú v medzinárodnom trhovom prostredí veľké a často krát nepredvídateľné výkyvy v cenách komodít. Ich „nadmárodné“ pôsobenie sa zvyšuje s čoraz výraznejšou interdependenciou národných ekonomík v dôsledku globalizácie svetovej ekonomiky. Pre podnikateľské subjekty predstavujú rast nákladov, pričom v dôsledku ich horšej predikácie môžu podstatne ovplyvniť ich plánovanie.

### 1.5.10. Kurzové riziko

Tento druh rizika patrí medzi riziká vyvolané ekonomickým prostredím, spôsobujú ho výkyvy v menovom kurze (apreciácia, depreciačia meny) v dôsledku pôsobenia dopytu a ponuky na devízových trhoch a podnikateľský subjekt sa s ním stretáva vtedy, ak je daná transakcia realizovaná v inej ako národnej mene (napr. nákup tovaru v inej krajine a z toho vyplývajúce záväzky v cudzej mene).

Vnútorne ho možno rozčleniť na transakčné (riziko transakcií, ktoré sú denominované v inej mene), translačné (vzniká pri prepočtoch individuálnych finančných výkazov dcérskych spoločnosti situovaných v rôznych krajinách pri konsolidácii výkazov materskej spoločnosti) a ekonomické (dlhodobé pôsobenie menových kurzov na hotovostné toky podnikateľského subjektu).

Kurzové riziko patrí medzi najsledovanejšie druhy rizík pri hľadaní vhodnej štruktúry financovania. O kurzovom riziku hovoríme vtedy, ak sa nejedná o menovo kongruentné financovanie, to znamená, že finančné zdroje sú v inej mene, ako sú aktíva, na financovanie ktorých sú tieto zdroje určené. Toto riziko sa týka aj projektov, kde príjmy z projektu sú v inej mene, ako sú projektové výdavky. Kurzové riziko však môže spôsobiť ako kurzové straty, tak aj kurzové zisky. Závisí to od vývoja menových kurzov jednotlivých mien. Tento typ rizika však patrí do skupiny rizík, ktoré je možné vhodnými finančnými nástrojmi minimalizovať, resp. úplne odstrániť.

V ekonomickej literatúre sa niekedy môžeme stretnúť aj s pojmom menové riziko. Jeho následky sú rovnaké ako v prípade kurzového rizika, avšak iná je príčina jeho vzniku. Kým kurzové riziko vzniká ako dôsledok pohybu devízových kurzov vplyvom dopytu a ponuky na devízových trhoch, menové riziko je zapríčinené administratívnym opatrením, to znamená rozhodnutím štátnych orgánov o revalvácii resp. devalvácii príslušnej meny.

#### **1.5.11. Úverové riziko**

Problematike úverového rizika, ktoré je hlavnou témou tejto práce, sa venuje kapitola 2.

## 2. Úverové riziko

Úverové riziko je staré ako úverovanie samo. Je najstaršou formou rizika na finančných trhoch. Ak zadefinujeme úver ako „očakávanie vrátenia sumy peňazí v určitom časovom horizonte“, tak úverové riziko je prípadom, kedy že sa takéto očakávanie nenaplní. **Vzniká vždy, keď subjekt prijme akýkoľvek produkt bez toho, že by za tento produkt hneď zaplatil.** Trvá od niekoľkých sekúnd po niekoľko desiatok rokov<sup>36</sup>. Úver je prostriedkom „výmeny s obmedzenou prijateľnosťou vzhľadom na čas, jeho cenu a úverové riziko, ktoré na seba preberajú účastníci úverového vzťahu“.<sup>37</sup>

„Bezporuchový proces finančného hospodárenia podnikov a rast ich podnikateľskej aktivity nie je možný bez využívania rozličných foriem úverov.“<sup>38</sup> Avšak úverové riziko sa tak netýka len úverových vzťahov, ale akýchkoľvek finančných záväzkov. Napríklad telefónne spoločnosti akceptujú úverové riziko všetkých svojich zákazníkov. Vzhľadom na svoj názov a charakter sa však najčastejšie spája práve s úverovými vzťahmi, avšak „nesúvisí len s prijímaním a poskytovaním bankových úverov, prejavuje sa aj v klasických obchodno-záväzkových vzťahoch a pri uskutočňovaní platobného styku. Dôsledky úverového rizika sa však viažu na cash flow podniku“.<sup>39</sup> Klasické bankové úvery sa označujú ako peňažné, zatiaľ čo úvery vyplývajúce z obchodno-úverového vzťahu nesú označenie nepeňažné.<sup>40</sup>

Základnou črtou peňažných úverov je skutočnosť, že na začiatku úverového vzťahu dáva veriteľ právo dlžníkovi čerpať peňažné prostriedky formou úveru a zároveň dlžníkovi vzniká povinnosť tieto prostriedky v stanovenom čase a za vopred dohodnutých podmienok vrátiť. **Úverové riziko vzniká ako veriteľovi (z titulu nesplatenia úveru), tak aj dlžníkovi (z titulu podmienok splatenia úveru).**

---

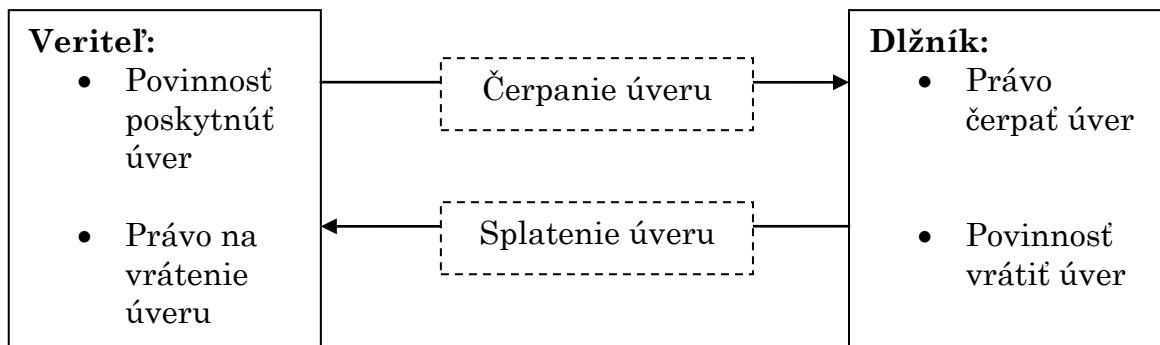
<sup>36</sup> Caouette, J.B. - Altman, E.I. - Narayanan, P. 1998. *Managing credit risk*. New York: John Wiley&Sons, 1998. str. 10.

<sup>37</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 9.

<sup>38</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 12.

<sup>39</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 22

<sup>40</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 12.



Obr č.6

Medzi základné druhy peňažných úverov v časovom členení patria:

- Krátkodobé úvery:
  - komerčné cenné papiere
  - kontokorentný úver
  - revolvingový úver
  - lombardný úver
  - zmenkový úver
- Dlhodobé úvery
  - emisný úver
  - hypotekárny úver
  - investičný úver
  - projektový úver

Druhú základnú skupinu úverov tvoria nepeňažné úvery, ktoré vznikajú na báze obchodno-peňažných vzťahov a prostredníctvom ktorých si podnik zabezpečuje vstupy a realizuje predaj výstupov. Dodávateľ dodá tovar svojmu odberateľovi, na základe čoho mu vzniká pohľadávka voči odberateľovi. Ak však k úhrade za dodaný tovar dochádza s časovým oneskorením, dostáva sa dodávateľ do pozície veriteľa a z odberateľa sa stáva dlžník. Dochádza ku vzniku úverového vzťahu. Základným rozdielom oproti peňažnému úveru je však to, že k peňažnému plneniu dochádza len pri splatení nepeňažného úveru dlžníkom. Úverové riziko však vzniká len dodávateľovi v pozícii veriteľa (riziko nesplatenia úveru odberateľom / dlžníkom).

Základné druhy nepeňažných úverov tvoria:

- obchodný úver,
- dodávateľský úver,
- zákaznícky úver.

Úverové riziko je dôsledkom zmluvných finančných transakcií medzi poskytovateľom zdrojov a ich prijímateľom. Prvé zmienky o úveroch siahajú do obdobia Babylónie okolo roku 1800 pred Kristom, keď prvé zmienky o regulácii úverov obsahuje Hammurabiho zákon. Úvery vždy sprevádzalo úverové riziko ako pravdepodobnosť neuhradenia úverových záväzkov dlžníkom. Pred sedemsto rokmi boli primárnymi úverovými inštitúciami pre spoločnosti vo Florencii banky. Jadro ich znalostí a skúseností tvorilo manažovanie úverového rizika. Hlavnou činnosťou bankárov bolo zhodnotenie úveru,

analýza možností klienta vzhľadom na výšku úveru. Ich prístup sa vo svojej podstate príliš nelíšil od činnosti dnešných bankových inštitúcií<sup>41</sup>.

Rozmach úverov sa spája najmä so vznikom kapitálových spoločností, ktoré dokázali zhromaždiť dostatok vlastného kapitálu, aby spolu s úverovými zdrojmi dokázali realizovať aj finančne náročné investičné aktivity. Z pohľadu regiónov však existuje zásadný rozdiel medzi európskym a americkým finančným trhom.

V Európe historicky boli a sú banky tradičným poskytovateľom cudzích zdrojov. Ich vplyv sa postupom času zväčšoval. Európske banky hrali prím na kapitálových trhoch. V USA bol finančný trh rozdelený medzi dlhopisový trh a banky. S rastom trhu, v dôsledku procesu sekuritizácie a s rozvojom finančných derivátov však ostatní poskytovatelia zdrojov dokázali prebrať podiel bánk. Dlhopisové a akciové formy financovania vytlačali klasické formy financovania prostredníctvom úverov.

„Pri využívaní úveru ako zdroja financovania podnikových potrieb je nevyhnutné rešpektovať základné faktory tvorby optimálnej finančnej štruktúry: - cenu kapitálu, úroveň a výkyvy v peňažných tokoch, majetkovú štruktúru podniku, vplyv daní z príjmov, náklady finančnej tiesne, požiadavka finančnej voľnosti, (postoj veriteľov (finančnú stabilitu), vhodnosť načasovania využitia úverov, rozdielne záujmy vlastníkov a manažérov, mieru inflácie a úrokovú politiku.“<sup>42</sup> všetky tieto faktory úveru samozrejme majú vplyv na riziko vyplývajúce z úverového vzťahu.

V ekonomickej teórii existuje množstvo definícií pojmu úverové riziko. Na základe štúdia výkladu tohto pojmu chápem úverové riziko ako **riziko straty veriteľa v dôsledku zlyhania dlžníka takým spôsobom, že dlžník nie je schopný splácať svoj záväzok a tým spôsobí veriteľovi stratu**. Jedná sa o riziko straty, ktorému je veriteľ vystavený v prípade zhoršenia bonity dlžníka, následného neplnenia si záväzkov zo strany dlžníka a v prípade zhoršenia podmienok podnikateľského prostredia. Dá sa na neho nazerať zo strany veriteľa, ale aj z pohľadu dlžníka. **Vznik úverového rizika je však spojený so vznikom akéhokoľvek finančného záväzku, tento pojem nemožno obmedzovať len na bankové úvery**. Získanie cudzích zdrojov je spojené s rizikom vyplývajúcim z toho, že tieto cudzie zdroje je potrebné v určitom okamihu v budúcnosti vrátiť.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> Caouette, J.B. - Altman, E.I. - Narayanan, P. 1998. *Managing credit risk*. New York: John Wiley&Sons, 1998. str. 1.

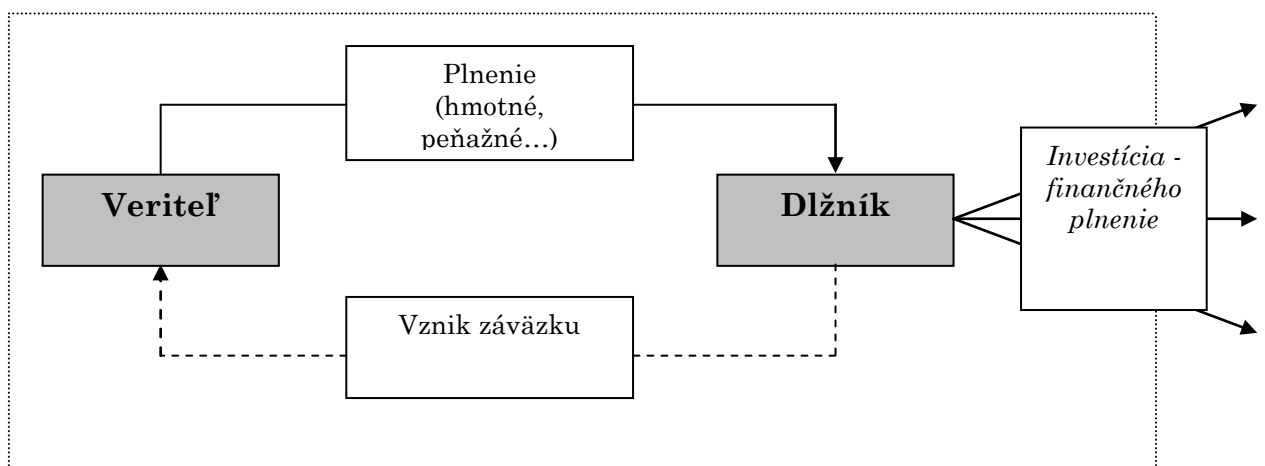
<sup>42</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 7.

<sup>43</sup> V literatúre sa niekedy z úverového rizika vyčleňuje suverénne riziko, t.z. riziko zlyhania štátu ako dlžníka. V tejto práci však suverénne riziko tvorí súčasť úverového rizika a na štát taktiež nahliadam ako na dlžníka, resp. veriteľa, aj keď s určitými osobitosťami.

Takáto definícia straty veriteľa v dôsledku úverového rizika však nie je úplná, nakoľko vychádza len zo strany aktív veriteľa. Je potrebné ju rozšíriť o dodatočné náklady, ktoré vznikajú vplyvom toho, že veriteľovi v dôsledku výpadku úhrady pohľadávok chýbajú peňažné prostriedky na úhradu jeho záväzkov, v ktorých veriteľ vystupuje ako dlžník. To môže u veriteľa vyvolať sekundárnu platobnú neschopnosť a nutnosť nakúpiť dodatočné finančné zdroje, čo sa odrazí prostredníctvom dodatočných nákladov v jeho výsledovke. Z tohto pohľadu je prostredníctvom zisku a dodatočných záväzkov dotknutá aj pasívna strana bilancie veriteľa. Dochádza teda k situácii, keď sa zlá finančná situácia dlžníka odrazí na zhoršení bonity veriteľa.

Na základe preskúmania rôznych názorov na chápanie úverového rizika som zvolil nasledovnú definíciu:

**Úverové riziko je riziko straty veriteľa v dôsledku zlyhania dlžníka tým, že dlžník nie je schopný splatiť svoju dlhovú službu voči veriteľovi, čím spôsobí veriteľovi stratu z nesplnenia svojho záväzku a stratu z veriteľovej potreby získať dodatočné finančné zdroje.**



Obr. č.7

### Úverové riziko a jeho vznik

Pod pojmom veriteľ chápem subjekt, ktorý poskytuje určité plnenie (výrobok, služba, peňažné prostriedky) a očakáva za takéto plnenie dohodnutú protihodnotu vo forme peňažných prostriedkov (napr. v prípade predaja tovaru) alebo jeho vrátenie (napr. v prípade úveru). V oboch prípadoch vzniká veriteľovi voči strane, ktorá takéto plnenie získala, pohľadávka. Dlžníkom je strana, ktorá takéto plnenie získala a vznikol jej voči veriteľovi peňažný záväzok.

Pod plnením chápem akékoľvek aktíva, ktoré veriteľ poskytne dlžníkovi v čase T a v čase T + X očakáva dohodnutú protihodnotu vyjadrenú v peňažných prostriedkoch. Môže sa jednať o finančné plnenie formou poskytnutia bankového úveru, eskontu zmenky, odkúpením obligácií poskytnutím

dodávateľského úveru a pod. alebo o nefinančné plnenie, ako napr. predaj strojného zariadenia. Dôležitý je z pohľadu veriteľa vznik peňažnej pohľadávky a z pohľadu dlžníka vznik peňažného záväzku, ktorý má dlžník v dohodnutom čase uhradiť.

Samotné úverové riziko nemožno obmedziť len na nezaplatenie dohodnutej pohľadávky a z toho vyplývajúcej straty. Takéto definovanie je nedostatočné a nepostihuje celú jeho komplexnosť. Úverové riziko sa dá vymedziť ako kombinácia pôsobenia a prelínania troch nasledujúcich čiastkových rizík<sup>44</sup>:

1. **Riziko bonity druhej strany, resp. priame úverové riziko** - znamená pravdepodobnosť neplnenia si záväzkov zo strany dlžníka. Riziko bonity závisí ako od vnútorných faktorov dlžníka (ochota plniť svoje záväzky, akumulácia zdrojov v požadovanom objeme a v danom čase), tak aj od vonkajších faktorov (zmena legislatívy, rozhodnutie akcionárov, cenové šoky a pod.). Predstavuje riziko, či bude nutné pohľadávku vymáhať alebo nie. Možno ho definovať ako riziko protistrany, to znamená, že vzniká vtedy, ak úspešnosť danej transakcie závisí od uskutočnenia plnenia protistrany.
2. **Riziko angažovanosti** - jedná sa o posúdenie výšky pohľadávok voči jednému dlžníkovi, resp. ekonomicky prepojenej skupine dlžníkov, krajine, ekonomickému sektoru, nástroju a pod. Účelom manažovania tohto rizika je zamedziť nadmernú angažovanosť napr. voči jednému dlžníkovi a tým cez štruktúru pohľadávok diverzifikovať riziko veriteľa. Angažovanosť je možné sledovať nielen z pohľadu dlžníka, ale aj z pohľadu odvetvia, štátu, regiónov a pod. Riziko angažovanosti sa prísne sleduje najmä u bánk, limity pre úverovú angažovanosť voči dlžníkovi, resp. ekonomicky prepojenej skupine sú vymedzené legislatívne cez opatrenia centrálnej banky. U ostatných podnikateľských subjektov legislatíva takéto obmedzenia nestanovuje, avšak malo by byť v záujme každého subjektu určiť vlastný prístup k manažovaniu tejto zložky úverového rizika. Má svoje kvalitatívne hľadisko (napr. dôveryhodnosť partnera) a kvantitatívne hľadisko (výška samotnej angažovanosti).
3. **Riziko spojené s vymáhaním** - predstavuje celkovú výšku nákladov, ktoré je treba vynaložiť na uspokojenie veriteľovej pohľadávky voči dlžníkovi. Zahŕňa náklady spojené s realizáciou zabezpečení (napr. záložné právo na nehnuteľnosť, aj keď otázka zabezpečenia sa týka najmä úverových vzťahov a nie vzťahov vyplývajúcich napr. z dodávky tovarov a služieb) a hodnotu straty, ktorá vzniká z rozdielu medzi výnosom z realizácie zabezpečení a medzi hodnotou pohľadávky.

---

<sup>44</sup> Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001. str. 23.

Úverové riziko sa môže vyskytnúť v dvoch svojich formách<sup>45</sup>:

I. **Riziko straty** - predstavuje prípady, ak si dlžník neplní svoje záväzky a pre veriteľa nie je zabezpečená návratnosť vložených prostriedkov. Výška straty veriteľa je vtedy daná celkovým objemom zdrojov potrebných na krytie investovaných peňažných prostriedkov.

II. **Riziko viazania prostriedkov** - vzniká v prípade, keď dlžník nie je schopný v dohodnutom okamžiku splniť svoje záväzky, pričom veriteľ s ich splnením kalkuloval. Pre veriteľa to často znamená vznik dodatočných nákladov, nakoľko výpadok hotovostného toku od dlžníka musí nahradiť iným spôsobom získania prostriedkov. Riziko je priamo úmerné dĺžke časového obdobia medzi dohodnutým a skutočným splnením záväzkov dlžníka. Táto forma sa vyskytuje v prípadoch, keď plnenie od dlžníka malo slúžiť na úhradu záväzkov veriteľa vo vzťahoch, kde vystupuje ako dlžník.



Obr. č.8

Miera úverového rizika veriteľa by sa mala monitorovať pravidelným hodnotením pohľadávok cez aktuálnu bonitu dlžníka. Pri tomto monitorovaní sú veľmi cenné najmä skúsenosti s daným klientom z minulosti, čo však býva komplikované pri posudzovaní transakcií s novými klientmi. Dôležitosť monitoringu nevyplýva len z možnej straty v dôsledku výpadku určitej pohľadávky, ale aj z toho, že úverové riziko ako riziko vysporiadania záväzkov môže priamo alebo nepriamo ovplyvňovať aj vznik iných rizík, ako napríklad rizika likvidity, čo môže v konečnom dôsledku ohroziť ako rentabilitu veriteľského podnikateľského subjektu, tak aj jeho meno a reputáciu (napr. prostredníctvom zoznamu neplatičov). Náprava ex post býva s pravidla komplikovanejšia a nákladnejšia, ako riešenie problému v predstihu, kým sa ešte nestihol naplno rozvinúť.

<sup>45</sup> Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001. str. 24.

Úverové riziko môže vyvolať riziko likvidity najmä tým, že oneskorené splácanie pohľadávok môže spôsobiť veriteľovi problémy pri plánovanom časovom zosúladení splatnosti aktív a pasív. V dôsledku zmeny aktíva z krátkodobého na dlhodobé je potrebné zabezpečiť aj zmenu príslušného pasíva z krátkodobého na dlhodobé. Takáto premena však býva spojená s nákladmi na reštrukturalizáciu, napr. dodatočné bankové poplatky, vyššia úroková miera dlhodobých úverov, vyššie náklady na vlastný kapitál od akcionárov a pod. Nehovoriac o tom, že nemusí byť v každom období uskutočniteľná. Napr. v období recesie bývajú bankové subjekty konzervatívnejšie, čo môže ovplyvniť ich ochotu realizovať reštrukturalizačný plán.

Ak hovoríme o manažovaní úverového rizika, je potrebné, aby sa touto problematikou zaoberal v prvom rade veriteľ, nakoľko on je tým subjektom, ktorý dáva dlžníkovi k dispozícii svoje voľné zdroje (v prenesenom význame sa to týka aj nefinančného plnenia, kedy sa dodávateľ zrieka okamžitého peňažného plnenia za dodaný tovar a formou dodávateľského úveru tieto peňažné prostriedky dáva k dispozícii na určitý čas odberateľovi). Táto téza vychádza z princípu opatrnosti. Veriteľ by mal odhadnúť schopnosť dlžníka znášať dané úverové riziko a nespoliehať sa napr. na zabezpečenie svojich záväzkov (záložné právo na akcie, na nehnuteľnosť a pod.). Prístup k analýze úverového rizika ex ante umožní veriteľovi predchádzať problémom a vyvarovať sa možným stratám, ktoré by utrpel v dôsledku spoliehania sa na realizáciu zabezpečovacích inštrumentov (napr. použitie určitých zabezpečení môže byť v danom čase sťažené alebo úplne vylúčené dôsledkom legislatívnych zmien alebo situácie na trhu). Analýza dlžníka je veľmi náročný a zdĺhavý proces, ktorý býva súčasťou know how podnikateľských subjektov. V prípade obchodných vzťahov je však otázka podrobnej analýzy odberateľov ako budúcich dlžníkov vzhľadom na nedostatok informácií veľmi komplikovaná.

„Úverové riziko podniku vyplývajúce z prijímaných úverových a obchodno-úverových rozhodnutí podniku umožňuje jeho ďalšiu diferenciaciu a rozlíšenie jeho prejavov. Ich dôsledkom je peňažný alebo nepeňažný úver ako externý zdroj financovania potrieb podniku. Prejavuje sa ako dôsledok prijatých:

- úverových rozhodnutí podniku vo vzťahu k veriteľskej banke,
- obchodno-úverových rozhodnutí v podniku veriteľa a v podniku dlžníka.“<sup>46</sup>

V počiatočných vývojových stupňoch trhovej ekonomiky nepatrila otázka manažovania úverového rizika medzi dominantné. Po transformácii ekonomického systému na trhový bol zo začiatku veľmi rozšírený názor, na základe ktorého primárne v úlohe poberateľa rizika vystupovali bankové subjekty<sup>47</sup>. Do popredia záujmu sa táto oblasť začala dostávať zhoršením disciplíny splácania bankových úverov, obchodných záväzkov a uvedením si

---

<sup>46</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 62.

<sup>47</sup> Caouette, J.B. - Altman, E.I. - Narayanan, P. 1998. *Managing credit risk*. New York: John Wiley&Sons, 1998.

skutočnosti, že peňažné prostriedky takto investované nielen že neprinesli požadovaný výnos, ale zostali umŕtvené v nedobytných pohľadávkach. Okrem toho bolo treba následne vytvoriť zdroje na krytie strát z úverových aktivít. Ako ďalšie príčiny možno spomenúť nasledovné<sup>48</sup>:

- nárast finančného rizika v ekonomike v dôsledku rastu podielu cudzích zdrojov na financovanie podnikateľských aktivít;
- rast dopytu po cudzích zdrojoch zo strany subjektov z nižšou finančnou silou;
- turbolentnosť prostredia, náhle a často nákladné zmeny ekonomického prostredia (napr. legislatívne) a malá možnosť predvídania vzniku a dopadov týchto zmien;
- nekontrolovaný rast podnikateľských subjektov, precenenie ich možností s následným vznikom insolventnosti týchto podnikov (rast počtu podnikov v prvotnej a druhotnej platobnej neschopnosti);
- zvyšovanie rizika v dôsledku globalizácie trhov, rast počtu medzinárodných transakcií;
- rast konkurencie, nutnosť akceptovať vyššie riziko za účelom presadenia sa pri silnejúcej konkurencii.

Z dôvodu vyššie uvedených príčin sa vplyv riskmanagementu neustále zvyšuje a problematika manažmentu rizík sa stala neoddeliteľnou súčasťou finančného manažmentu podnikateľských subjektov, predovšetkým bánk.

Významným prvkom, ktorý v bankovom sektore prispel k rastu významu analýzy a riadenia úverového rizika, bol rozvoj sekundárneho trhu s úvermi<sup>49</sup>. Banky postupne dosiahli stupeň vývoja, kedy už nechceli držať vo svojich portfóliách úverové pohľadávky (týka sa to strednodobých a dlhodobých úverov) až do ich splatnosti. S rastom záujmu o odpredávanie a kúpu bankových úverov rastie veľkosť a likvidita sekundárneho trhu s úvermi, čo však zároveň zvyšuje záujem o analýzu a manažovanie úverového rizika.

S analýzou úverového rizika úzko súvisí otázka stupňa informovanosti, kvality informácií, z čoho vyplýva kvalitatívna neistota a neistota správania sa dlžníka a veriteľa v rámci úverového vzťahu. Z tohto pohľadu môžeme rozlišovať<sup>50</sup>:

### 1. Neistota ex ante

Vyjadruje, že veriteľ je horšie informovaný o možnom výsledku financovaného projektu ako dlžník, t.z. že dlžník určité informácie zatají a vykreslí projekt veriteľovi lepšie, ako je očakávaný priebeh.

---

<sup>48</sup> Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001. str. 10

<sup>49</sup> Caouette, J.B. - Altman, E.I. - Narayanan, P. 1998. *Managing credit risk*. New York: John Wiley&Sons, 1998. str. 4

<sup>50</sup> Zdroj: Sprievodný materiál k prednáške „Finanzmanagement“, letný semester 2003, katedra Finančného hospodárstva a bankovníctva, Univerzita Bayreuth

## 2. Neistota ex interim

Vyskytuje sa vtedy, ak má dlžník priestor na konanie, takéto konanie je pred veriteľom skryté a správanie dlžníka má negatívny dopad na realizáciu projektu.

## 3. Neistota ex post

Ak veriteľ nemôže skontrolovať výsledky projektu a faktory vplyvu na tieto výsledky a musí kalkulovať s tým, že mu dlžník neposkytol všetky informácie, resp. že tieto informácie boli zámerne skreslené.

Pri hodnotení dlžníkov používajú veritelia, najmä však banky, kombináciu externého a interného prístupu k hodnoteniu úverového rizika:

- **Externý prístup** - využívanie služieb ratingových agentúr, t.z. agentúr špecializujúcich sa na ohodnotenie bonity podnikateľských subjektov, štátov. Tieto udeľujú dlžníkom dlhodobé a krátkodobé ratingy s výhľadom na zmenu v najbližšom období. K najznámejším ratingovým agentúram patrí napr. Moody's, Standard and Poor's, FitchIBCA.
- **Interný prístup** - predstavuje proces hodnotenia dlžníka pri využití interných analytických možností veriteľa. Každý veriteľ má svoj individuálny prístup k hodnoteniu bonity dlžníka, pričom tieto prístupy patria k znalostnému potenciálu veriteľa.

V hospodárskej praxi a v ekonomickej literatúre sa často môžeme stretnúť s tým, že pojem „úverové riziko“ je automaticky spájaný s bankovými inštitúciami a so splácaním bankových úverov<sup>51</sup>. Tak isto legislatíva vníma úverové riziko ako riziko spojené s veriteľom = bankou. Tento pohľad však podľa môjho názoru vymedzuje úverové riziko príliš úzko a jednostranne.

Ďalším zúženým pohľadom na otázku úverového rizika býva to, koho vlastne úverové riziko postihuje a kto sa musí manažmentom úverového rizika zaoberať. V praxi sa často stretávame s názorom, že úverové riziko sa týka predovšetkým veriteľa a je na ňom, aké stanovisko k úverovému obchodu na základe svojho postoja k riziku zaujme. Tento názor zastávajú nielen mnohí veritelia, ale bohužiaľ aj mnohí dlžníci.

Som však toho názoru, že úverové riziko je potrebné chápať v širšom kontexte ako:

1. riziko akéhokoľvek veriteľa, ktorý poskytol svoje zdroje dlžníkovi a očakáva v budúcnosti ich navrátenie (označované tiež ako aktívne úverové riziko), a zároveň ako

---

<sup>51</sup> Ako jeden z príkladov pre toto tvrdenie uvádzam citát z publikácie PriceWaterhouse: Úvod do řízení úvěrového rizika“. Vydavatelství Management Press, Praha 1994, str. 11: „Úvěrové riziko představuje jedno ze základních bankovních rizik a rizikovou oblast, v níž vzniká bankám většina jejich strát.“

2. riziko akéhokolvek dlžníka, ktorý prijal plnenie od veriteľa a zaviazal sa toto plnenie v budúcnosti vrátiť veriteľovi (označované tiež ako pasívne úverové riziko).

Táto problematika je však mimoriadne dôležitá aj pre podnik ako prijímateľa úveru. „Osobitné miesto v procese finančného riadenia podniku zaujíma tvorba a obnova jeho finančnej štruktúry, ktorej súčasťou sú aj úverové zdroje. Prístup k ich získaniu a využívaniu prijímanie kvalifikovaných úverových rozhodnutí finančnými manažérmi podniku“.<sup>52</sup>

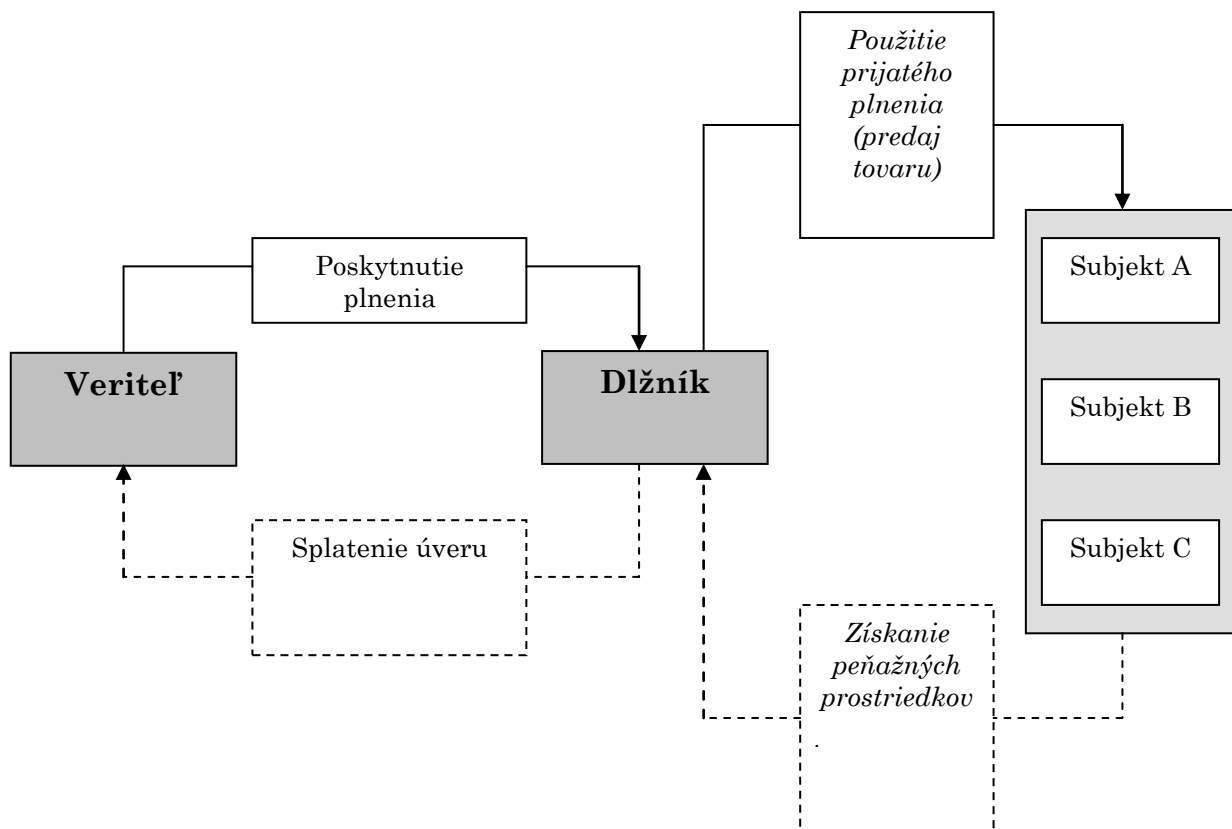
Úverové rozhodovanie ako súčasť finančného rozhodovania zasahuje celý transformačný proces podniku. Nezaoberá sa len otázkami financovania podnikateľských aktivít, ale aj ich efektívneho využívania takým spôsobom, aby prispievali k rastu trhovej hodnoty podniku. **„Nezodpovedný prístup pri prijímaní úverových rozhodnutí podniku - či už ide o stanovenie potrebnej výšky úveru, výberu jeho formy, druhu a podmienok poskytnutia a splácania peňažných a nepeňažných úverov, môže viesť k vážnym poruchám jeho finančného zdravia a následne i k jeho zániku“**.<sup>53</sup>

Ako som už uviedol, úverové riziko vzniká momentom prijatia určitého plnenia (tovar, služba, peňažné prostriedky) dlžníkom od veriteľa a zaniká momentom, kedy dlžník plne uhradí všetky finančné záväzky voči veriteľovi, ktoré vyplynuli z konkrétnej transakcie. Samotný úverový vzťah vyplýva z dôvodu časového nesúladu medzi poskytnutím plnenia a úhradou finančného záväzku. Celý proces poskytnutia a splatenia úveru je znázornený graficky:

---

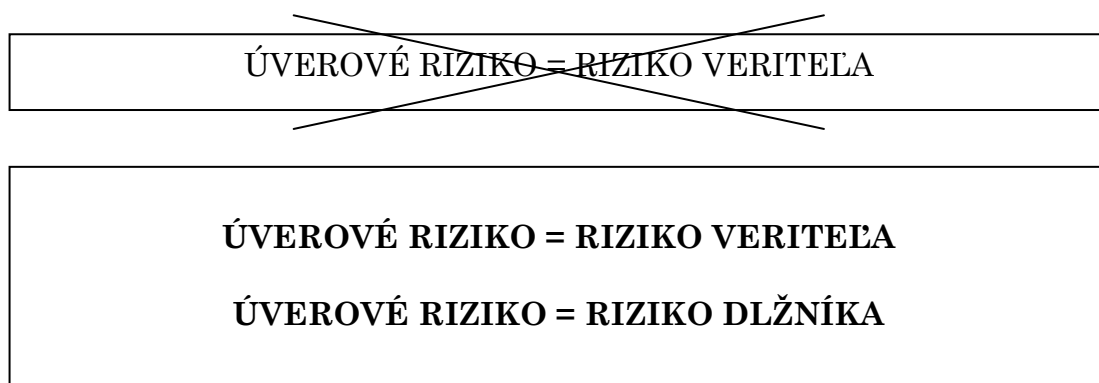
<sup>52</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 16.

<sup>53</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 17.



Obr. č.9

Je potrebné si uvedomiť, že **úverové riziko na seba nepreberá len veriteľ, ale aj dlžník**. Na základe prijatia určitého plnenia a nesprávneho odhadu úverového rizika býva postihnutý ako veriteľ, tak aj dlžník.



Obr. č.10

Pohľad skúmania úverového rizika z pohľadu dlžníka býva v ekonomickej teórii menej častý. Z tohto dôvodu sa sústredím na problém úverového rizika z pohľadu dlžníka. Mojou snahou bude analyzovať úverové riziko z hľadiska podnikateľského subjektu, ktorý nie je bankovou inštitúciou a ktorý prijal peňažný úver (v aplikačnej časti budem demonštrovať úverové riziko na dlžníkovi, ktorý prijal od banky

dlhodobý investičný úver). Veriteľa aj dlžníka budem chápať všeobecne ako podnikateľské subjekty, ktoré vstupujú do obchodného vzťahu, z ktorého vplynie pre veriteľa pohľadávka a pre dlžníka finančný záväzok platiť dlhovú službu.

---

# SKÚMANIE ÚVEROVÉHO RIZIKA DLŽNÍKA

## Analýza, faktory vzniku a manažment úverového rizika dlžníka

---

### 2.1. Úverové riziko a svetová hospodárska kríza

Ako je možné, že sa svetová ekonomika sa na začiatku 21. storočia prepadla do takej hlbkej priepasti? Aké sú príčiny tohto pádu a nebolo možné ich riešiť v zárodku? V súčasnom období môžeme sledovať snahu väčšiny rozvinutých štátov o zníženie dôsledkov krízy a opätovné naštartovanie ekonomiky. Aj napriek masívnej peňažnej a fiškálnej pomoci je zotavovanie veľmi bolestivé. Samotná skutočnosť, že takéto zásahy sú potrebné, je desivá. Bude však výsledkom takéhoto „krmenia“ vyvážená svetová ekonomika? <sup>54</sup>

Mnohí predstavitelia štátov vidia príčiny krízy v zlyhaní neviditeľnej ruky trhu a ako riešenie väčšiu reguláciu trhu. V tomto duchu uskutočňujú razantné štátne zásahy, či už formou peňažnej pomoci alebo prostredníctvom centrálnych bánk a referenčných úrokových sadzieb. Problém tohto prístupu spočíva v tom, že sa neriešia príčiny, ale len zmierňujú následky. Vlády tak zameriavajú pozornosť na to, čo je vidieť a prijímajú bezprecedentné opatrenia, ktoré majú obnoviť dôveru na trhoch a riešiť problémy spojené – znárodňujú krachujúce inštitúcie, zvyšujú garancie vkladov v bankách, finančným inštitúciám poskytujú kapitálové injekcie a záruky na medzibankové úvery<sup>55</sup>.

Systémové príčiny krízy však musíme hľadať práve, odkiaľ prúdi väčšina štátnej pomoci – vlády a centrálné banky. Konkrétne vláda USA a centrálna banka FED so svojimi vládnymi reguláciami a monetárnou expanziou. Ich priama finančná pomoc a tým „znárodnenie strát“ súkromných korporácií značne deformuje trhové prostredie.

Príkladom zlyhania vládných zásahov na regulovanom hypotekárnom trhu USA je činnosť dvoch dominantných hypotekárnych inštitúcií Fannie Mae a Freddie Mac. Obe boli zriadené kongresom USA a osobitne regulované. Ich dôležitou náplňou je podporovať hypotéky pre nízko príjmové domácnosti. Odkupovali od komerčných bánk hypotéky aj nebonitných klientov a to motivovalo banky poskytovať hypotéky komukoľvek bez ohľadu na jeho schopnosť plniť svoje úverové záväzky. Úverové riziko nezaujímalo nikoho – banky a tobôž nie dlžníkov. Nadmerná hypotekárna expanzia zvyšovala dopyt

---

<sup>54</sup> Wolf, M. 2009. In *Financial Times*, 28. október 2009

<sup>55</sup> Gonda, P. 2008. Finančná kríza: dôsledok viditeľnej ruky štátu. In *Konzervatívne listy*. 10/2008.

na realitnom trhu a ceny nehnuteľností rástli do závratných výšok. Táto realitná „bublina“ však nedávno praskla a úverové riziko a jeho dôsledky plnou silou zasiahli ako dlžníkov, tak aj veriteľov. Nakoľko syntetické deriváty kapitálových trhov umožňovali spájať hypotéky do balíkov hypotekárnych cenných papierov, ktoré sa vo veľkých objemoch predávali bankám a investorom na celom svete, kríza sa tak preniesla z USA do celého sveta. Teoreticky to bolo úplne dokonalé a bezpečné – finančné deriváty boli kryté pravidelnými hypotekárnymi splátkami a v konečnom dôsledku samotnými nehnuteľnosťami. Hodnota každej hypotéky sa dala presne vyrátať a balíky bolo možno rozdeliť podľa rizikovosti do skupín. Tieto nástroje však finanční inžinieri balili do komplexnejších a zložitejších nástrojov a spájali s ďalšími finančnými nástrojmi.<sup>56</sup> Manažment rizika v týchto časoch „nekonečného rastu“ však hral podružnú úlohu a úverové riziko hypoték sa naplno začalo prejavovať s tým, že bolo umocňované komplexnosťou nástrojov a geografickým rozdelením investorov. Ani ratingové agentúry nenamietali proti takejto situácii a udeľovali podobným balíkom vysoké ratingy, čím značne prispeli k investičnej nálade na trhu.

Osobitnú úlohu pri vzniku finančnej krízy zohral FED so svojou monetárnou politikou, keď nízkymi úrokovými sadzbami umožnil úverovú expanziu, ktorá však nebola podložená vytvorenými zdrojmi v ekonomike. Uvoľnená menová politika sa v minulých rokoch nemohla prejavíť klasickou infláciou, pretože tú zadržoval dovoz lacného tovaru. Lacné peniaze dávali nesprávnu informáciu podnikateľom a zvyšovali investičný dopyt. Zvýšené množstvo peňažných prostriedkov sa tak umiestňovalo vo sfére investičných aktív, predovšetkým na realitnom trhu. Trh pociťoval akúsi eufóriu z rastúcich cien nehnuteľností a investičných aktív.

Bankový sektor rýchlo pochopil, že na požičiavanie peňazí za nízke úroky na predražené nehnuteľnosti, ale napokon na čokoľvek, sa dajú zarobiť obrovské peniaze. Aj keď poskytnuté úvery nemal kto splatiť, bonusy sa bankárom vyplácali.<sup>57</sup>

Znovu sa však potvrdilo, že stromy nerastú až k oblakom a ani aktíva neobmedzenú hodnotu. Keď ceny dosiahnu absurdné hodnoty, investori prestávajú kupovať a začínajú predávať. Nakoniec sa hodnota aktíva dostane na (alebo pod) skutočnej hodnoty.

Veľká časť tohto balíka úverov však bola krytá hlavne cenovou bublinou nehnuteľností, nadbytkom výrobných kapacít a plnými skladmi nepotrebného tovaru, a tak náprava bola len otázkou času. To všetko bolo kryté peniazmi, ktoré do systému naliali centrálné banky a úverovou multiplikáciou komerčné banky úspešne rozmnožili. Cyklický vývoj je v trhovej ekonomike prirodzený a recesia tak predstavuje akési nutné očistenie trhu od takýchto bublín. Jedná

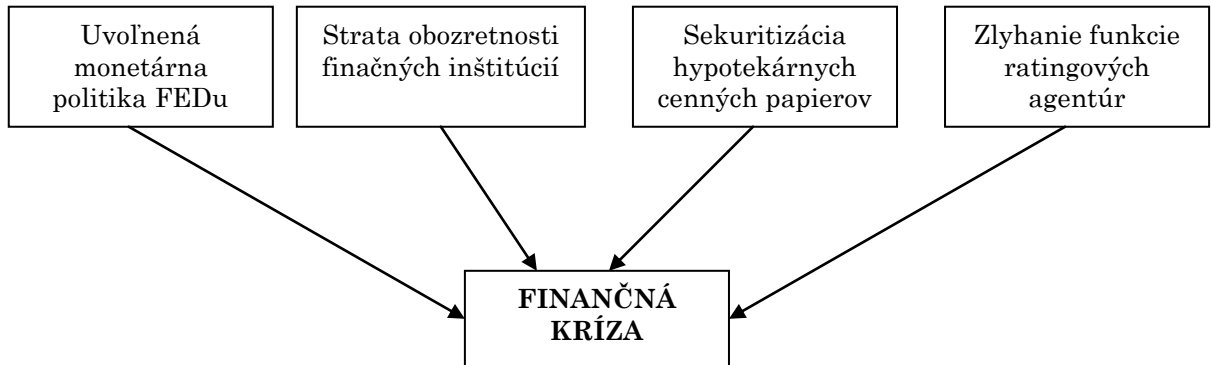
---

<sup>56</sup><http://blog.etrend.sk/martin-bruncko/2008/10/21/priciny-financnej-krizy-su-velmi-jednoduche/>

<sup>57</sup> Hölcz, R. 2009. Globálna ekonomika si na predkrízovú úroveň počká. In *EUROBIZNIS*. 12/2009, str. 13.

sa o prirodzenú korekciu neúmerne rýchleho rastu. Kríza tak dopadá primárne na hlavných aktérov „úverovej mánie“ – finančné inštitúcie a ich dlžníkov.

### Faktory finančnej krízy



zdroj: [www.cikomodity.com](http://www.cikomodity.com) (obr. č.11)<sup>58</sup>

Zaujímavé z pohľadu nedávnej minulosti je fakt, že podobná situácia nastala v 90-tych rokoch v Japonsku, kedy realitný trh poklesom cien nehnuteľností o viac ako 45% prakticky zlikvidoval domácu spotrebu. Centrálna banka Japonská centrálna banka reagovala na túto situáciu výrazným znižovaním ich hlavnej úrokovej sadzby s cieľom uspokojiť dopyt komerčných bánk po likvidite.<sup>59</sup> Znova platí, že história sa opakuje – i súčasná kríza má svoj počiatok v uplatňovaní monetárnych princípov centrálneho bankovníctva.

Z pohľadu úverového rizika však zásahy štátu, ktorých sme svedkami, vysielaajú veľmi negatívny signál pre budúce konanie. Je ním práve umocnenie morálneho hazardu a nezodpovednosti. Každý väčší podnik môže v prípade hrozby krachu v budúcnosti žiadať štát o pomoc s odvolaním sa na súčasné zachraňovanie finančných inštitúcií. Znova sa tak podceňuje skutočnosť, že **bez uvedomovania si (úverového) rizika a „nesenia dôsledkov z neho plynúcich nemôžu ľudia konať dostatočne racionálne a zodpovedne.“**

60

## **2.2. Úverové riziko z pohľadu dlžníka pri prijatí peňažného úveru**

V súčasnom období asi nenájdeme na trhu podnikateľský subjekt, ktorý by nevystupoval v úlohe ako veriteľa, tak aj dlžníka. Vychádza to zo samotného transformačného procesu subjektu - potrebuje získať vstupy (vznik záväzkov), ktoré transformuje na výstupy a následne umiestňuje na trhu (vznik

<sup>58</sup> <http://www.cikomodity.com/index.php?action=vzdelavanie-financna-kriza-zhrnutie>

<sup>59</sup> <http://www.cikomodity.com/index.php?action=vzdelavanie-financna-kriza-zhrnutie>

<sup>60</sup> Gonda, P. 2008. Finančná kríza: dôsledok viditeľnej ruky štátu. In *Konzervatívne listy*. 10/2008.

pohľadávok). Pohľadávky a záväzky, ich štruktúra (vecná, časová) patria pri analýze podnikateľských subjektov medzi najsledovanejšie položky. Zohľadňujú práve nesúlad medzi fyzickým plnením (napr. dodávka tovaru, prijatie úveru) a zvyčajne finančnou odplatom za takéto plnenie.

Z pohľadu súvahy by sa mal každý podnikateľský subjekt z vlastného záujmu snažiť o dodržiavanie zlatého bilančného pravidla, t.z. jeho aktíva by mali byť kryté pasívami prijatými na obdobné časové obdobie. Účelom je dosiahnuť časový súlad medzi plneniami, ktoré subjekt prijme a ktoré musí vrátiť, to znamená v ktoromkoľvek časovom okamžiku objemovo a časovo zosúladiť aktíva a pasíva.

Keď si položíme otázku, ktorá z položiek - pohľadávky alebo záväzky - je pre podnikateľský subjekt rizikovejšia a ťažšie čitateľnejšia, odpoveď je jednoznačná - pohľadávky. Pohľadávky sú práve tou najneistejšou časťou bilancie, ktorá závisí od plnenia protistrany, z čoho vyplýva nutnosť plánovania ich úhrady len s určitou pravdepodobnosťou. Pri záväzkoch je to práve podnikateľský subjekt, ktorý musí splniť svoju povinnosť, a teda čas plnenia dokáže podnikateľský subjekt čiastočne ovplyvniť. Avšak z hľadiska možného ohrozenia podnikateľskej činnosti je potrebné analyzovať obidve položky s ohľadom na časový a objemový súlad - pohľadávky z dôvodu očakávaných príjmov a záväzky z dôvodu očakávaných výdavkov.

<b>Dlhodobovo viazané aktíva</b>	<b>Vlastné imanie</b>
	<b>Dlhodobý cudzí kapitál</b>
<b>Krátkodobovo viazané aktíva</b>	<b>Krátkodobý cudzí kapitál</b>

*Krytie aktív pasívnymi položkami:*

- *Objemový súlad*
- *Časový súlad*

Obr. č.12

Ďalej sa sústredím len na úverového rizika vyplývajúce zo záväzkov dlžníka, ktoré vlastne predstavujú určitý „úver“, ktorý podnikateľský subjekt ako dlžník prijíma od iných podnikateľských subjektov (veriteľov) - kúpou tovaru, služby, prijatím bankového úveru a pod. Cieľom je pozrieť sa na to, aké riziká vyplývajú dlžníkovi z toho, že prijal záväzok uhradiť v budúcnosti dlhovú službu za vopred dohodnutých podmienok.

Ako som už uviedol, v ekonomickej literatúre a v praxi sa stretávame s všeobecne rozšíreným názorom, že pri úverovom vzťahu (pod pojmom úver nechápeme len bankový úver, ale akúkoľvek formu záväzku, z ktorého vyplýva určité peňažné plnenie v určitom okamihu v budúcnosti) podstupuje úverové riziko len veriteľ, nakoľko on je tým subjektom, ktorý poskytuje peňažné plnenie a očakáva vrátenie tohto peňažného plnenia v určitom časovom okamihu v budúcnosti. Áno, veriteľ nesie úverové riziko, ale ako je to s dlžníkom? Vstupuje dlžník prijatím záväzku do rizika? Aké riziká spolu s úverom dlžník prijíma? Je vôbec možné tieto riziká z pohľadu dlžníka riadiť?

Podľa môjho názoru by dlžník mal rovnako dôsledne analyzovať, či príjme úver za daných podmienok, ako veriteľ. Podcenenie, resp. ignorovanie úverového rizika môže byť pre dlžníka veľmi nebezpečné. V dôsledku nesprávneho odhadu možných dopadov úverového rizika v lepšom prípade môže prísť „len“ k zhoršeniu jeho „finančného zdravia“, v horšom prípade môže byť priamo ohrozená jeho ďalšia existencia. Úverové riziko má totiž dopady ako v obchodnej a finančnej rovine, tak aj právnej. Ochrana veriteľa je zakotvená v legislatíve. Cieľom legislatívnych opatrení je vytvorenie takého tlaku na dlžníka, aby z povinnosti plniť určitý záväzok voči veriteľovi bolo v maximálne možnej miere vylúčené vôľové konanie. Stupeň právnej ochrany veriteľa však závisí od konkrétnej legislatívy.

Na základe vyššie uvedených dôvodov by aj dlžník mal mať záujem analyzovať a riadiť úverové riziko. Súčasťou takejto analýzy je najmä poznanie parametrov úverového vzťahu a faktorov, z ktorých úverové riziko pramení.

### **2.2.1. Príčiny a časový aspekt analýzy úverového rizika**

Bežne sa v hospodárskej praxi na Slovensku stretávame s názormi, ktoré chápu úverové riziko jednostranne a úzko vo význame „banka poskytuje úver podniku, úverové riziko = riziko banky“. Tento názor je v našom ekonomickom prostredí hlboko zakorenený a vnímaný. Môžeme si položiť otázku, prečo je tento názor taký rozšírený? Ako vznikol? Prečo si podniky neuvedomujú, že pri vzniku finančného záväzku aj oni na seba preberajú úverové riziko, ktoré ich môže v konečnom dôsledku pri podcenení jeho faktorov ohroziť?

Otázka nerešpektovania úverového rizika má podľa môjho názoru v krajinách bývalého socialistického bloku najmä historický aspekt. V systémoch centrálného plánovania bývali akékoľvek faktory rizika administratívne potláčané, prevládali mechanické prístupy bilancovania. Možné riziko bývalo riešené a redukované zásahmi z centra (napr. formou nenávratných dotácií, umelou netrhovou konštrukciou cien, určovaním odbytu). Klasické komerčné podnikateľské riziko bolo v prostredí centrálného plánovania inštitucionálne vylúčené. Centrum predstavovalo akési rezervy pre prípad neočakávaných výkyvov, proti chybám a nedostatkom, pričom rozhodovalo o čase a mieste použitia týchto rezerv. Rozhodnutia sa neriadili zákonmi trhu, ale administratívnymi opatreniami sledujúcimi politickú vôľu. Nositeľom rizík sa

tak nestáva podnik, ale štát ako vlastník všetkého majetku. Na základe takéhoto vedenia podnikateľské subjekty neboli konfrontované s komerčnými rizikami, a teda ani s úverovým rizikom.

Od roku 1989 sa naše hospodárstvo transformovalo na ekonomiku, ktorá funguje na báze trhových zákonov Európskej únie. Podnikateľské subjektu začali byť konfrontované s trhovým prostredím, konkurenčným tlakom, výkyvmi na trhoch, podnikateľským rizikom, teda sa stretávali s prvkami „voľného“ trhu, ktoré boli predtým pôsobením štátu potláčané alebo úplne vylúčené. Začali si uvedomovať, že podnikanie môže prinášať zisk, avšak na druhej strane je spojené s rizikom straty. Podnikateľské subjekty svoje riziko vnímali a vnímajú hlavne vo vzťahu k transformačnému procesu podniku, to znamená riziko bolo a je chápané najmä cez aktívnu stranu bilancie. Pasívnu stranu často krát nepovažujú za možný zdroj ICH rizika, preto aj úverové riziko považujú za riziko veriteľa = poskytovateľa úveru.

**„Úverové riziko podniku ako súčasť transakčného rizika je nevyhnutné skúmať z pozície podniku veriteľa, ale aj z pozície podniku dlžníka.“<sup>61</sup>**

Dlžník ako podnikateľský subjekt však musí zvažovať prijímanie nových záväzkov tak, aby neohrozil svoje finančné zdravie a zabezpečil rozvoj svojich konkurenčných schopností do budúcnosti. V opačnom prípade sa vystavuje možným negatívnym dopadom jednotlivých druhov rizík. Dlžník by mal citlivo analyzovať, čo pre neho prijatie úveru za daných podmienok predstavuje, akým rizikám sa pritom vystavuje. Pri posudzovaní podmienok sa však nesmie obmedziť len na „úverovú zmluvu“, ale úverový vzťah je potrebné analyzovať v kontexte s podmienkami externého a interného prostredia. To znamená, že by mal riadiť svoje úverové riziko komplexne. Následky podcenenia takejto analýzy a zanedbanie manažovania úverového rizika som popísal v kapitole 10, kde som sa venoval ako hlavným faktorom vzniku úverového rizika, tak aj jeho dôsledkom, to znamená dopadom na podnikateľský subjekt, ktorý vystupuje v pozícii dlžníka a ktorý manažovanie úverového rizika ignoruje.

Úloha analýzy a manažovania úverového rizika sa dotýka predovšetkým manažmentu dlžníka, ktorý má k dispozícii ako rozhodovacie právomoci, tak aj potrebné informácie k uskutočneniu potrebných rozhodnutí. Často sa však v našom podnikateľskom prostredí môžeme stretnúť s prístupom vrcholového manažmentu, ktorý na otázky typu „Aká je vaša predstava o potrebách úverových zdrojov?“ odpovedajú „Čo najviac, zoberieme, koľko nám poskytnete...“. Z týchto odpovedí je možné vycítiť, že takýto manažment nemá predstavu o úverových rizikách, ktoré podnikateľský subjekt prijatím úveru na seba preberá a často nemá predstavu ani o tom, v akej výške je daný subjekt schopný reálne splácať svoje záväzky bez ohrozenia svojich prevádzkových a investičných aktivít (viď príklad analýzy rizika projektu z reálneho

---

<sup>61</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 61

podnikateľského zámeru v aplikačnej časti tejto práce) . Manažment takýmto prístupom plne vystavuje podnikateľský subjekt úverovému riziku, ktoré si vlastne ani neuvedomuje, o jeho manažovaní ani nehovorí. V značnej miere je možné tento prístup prirovnať k lotérii, avšak ani takéto prirovnanie nie je dostatočné, nakoľko pri lotérii si je človek vedomý rizika.

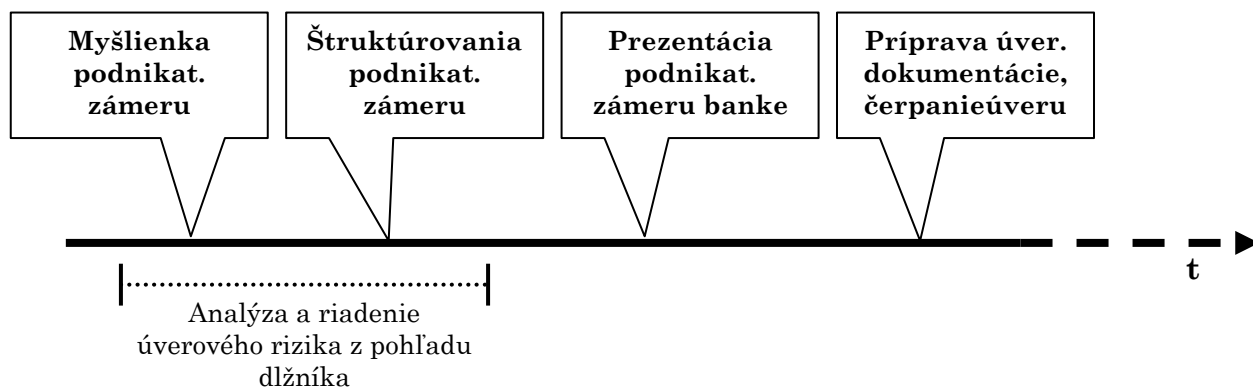
Tieto nedostatky v poznaní a prístupe k analýze a manažmentu úverového rizika je však možné odstrániť, a to najmä ďalším vzdelávaním ako veriteľov (napr. banky, podnikateľské subjekty poskytujúce dodávateľské úvery), tak aj dlžníkov (napr. výrobné podniky, podniky služieb). Je to hlavne otázka uvedomenia si tohto typu rizika, jeho príčin vzniku, prejavov a možností jeho eliminácie. Cieľom má byť najmä poznanie, že nie je dobré si pred úverovým rizikom zakrývať oči, tváriť sa, že neexistuje, nakoľko precitnutie do reality môže byť veľmi nepríjemné a bolestivé nie len pre dlžníka a veriteľa, ale aj pre ekonomicky prepojené tretie osoby. Predovšetkým bankové subjekty často analyzujú svojich klientov len zo svojho pohľadu a cez zabezpečenia úverového vzťahu („máme záložné právo = máme ošetrované úverové riziko“). Veľmi málo sa pýtajú, ako úverové riziko vníma dlžník, či si je vedomý úverového rizika, ktoré naseba prijatím úveru preberá. Možno práve bankové subjekty by mali byť tými inštitúciami, ktoré upozornia svojich klientov na úverové riziko. Výsledkom by mal byť viac-menej rovnocenný úverový vzťah, kde obidva subjekty na seba preberajú nejaké riziko, ktoré si v plnej miere uvedomujú a ešte pred uzatvorením zmluvného vzťahu znížili dopad úverového rizika na minimum.

Je veľmi podstatné, aby problematiku úverového rizika chápal a riešil veriteľ i dlžník. Obidve strany by mali v úverovom vzťahu vystupovať ako partneri s cieľom naštrukturovať úverový obchod tak, aby reflektoval ich požiadavky a možnosti. Pritom je dôležité a prospešné, aby obidvaja partneri dokázali vnímať aj obmedzenia a potreby protistrany. Úverový vzťah by mal byť chápaný ako obchod a z toho dôvodu by mal byť určitým „rozumným“ kompromisom medzi požiadavkami oboch strán. Ako dlžník, tak aj veriteľ by mali vidieť danú transakciu čiastočne aj očami druhej strany. Vystupovanie napr. veriteľa z pozície sily môže spôsobiť, že oprávnené námietky dlžníka k podmienkam úverového vzťahu sa môžu v budúcnosti odraziť napr. v obmedzení možností dlžníka splácať dlhovú službu. Dlžník na druhej strane by mal prijímať konštruktívne výhrady veriteľa napr. k výške úveru. Pochopenie existencie úverového rizika a možností jeho eliminácie, resp. zníženia by tak malo byť záujmom na oboch strán.

### **2.2.2. V ktorom okamihu sa venovať tejto problematike ?**

V tomto okamžiku je však na mieste otázka, kedy by sa mal dlžník zaoberať analýzou a manažovaním úverového rizika? Najjednoduchšie to možno znázorniť na prípade, keď dlžník plánuje väčšiu investičnú akciu, ktorá má byť spolufinancovaná bankovým úverom. Zvyčajne ešte pred tým než vstúpi s konkrétnou požiadavkou do banky, pripravuje podnikateľský zámer, ktorý má objasniť a zdôvodniť realizovateľnosť investície.

A práve súčasťou tohto procesu tvorby podnikateľského zámeru by mala byť aj analýza a manažovanie úverového rizika. Dlžník sa musí sám zamyslieť nad jednotlivými faktormi a pokúsiť sa navrhnúť také riešenie, ktoré je pre neho akceptovateľné, ale zároveň bude prijateľné aj pre komerčnú banku. V tomto štádiu môže dlžník využiť nezáväzné konzultácie s bankami, aby si určité riešenia vedel priamo overiť.



Obr. č.13

Detailný proces tvorby podnikateľského zámeru je uvedený v prílohe č. 1, pričom jasne ukazuje nutnosť použitia prístupu „ex ante“, t.z. dlžník by mal už pri prezentácii podnikateľského zámeru potenciálnej financujúcej banke preukázať to, že si je vedomý existencie úverového rizika, pozná faktory jeho vzniku a zároveň navrhuje aplikovanie nástrojov manažmentu úverového rizika.

Úverové rozhodovanie<sup>62</sup> by v žiadnom prípade nemalo byť stochastickým procesom, ale podnik by mal svojimi rozhodnutiami sledovať určitú úverovú stratégiu. Pod úverovou stratégiou rozumiem určitú základnú koncepciu a postupnosť krokov smerujúcich k prijímaniu budúcich úverových rozhodnutí zameraných na získavanie úverových zdrojov. Jej vrcholovým cieľom má byť objektívne zdôvodnenie budúceho zadlženia podniku s ohľadom na jeho podnikateľské ciele.

Úverové rozhodovanie ako proces zahŕňa 7 nasledovných fáz:

1. Identifikácia deficitu finančných zdrojov, ktorý za určitých podmienok možno nahradiť úverom.
2. Zdôvodnenie potreby úveru s ohľadom na typ majetku (investičný alebo obežný), ktorý má byť úverom financovaný.
3. Výber vhodnej formy úveru, pričom je znovu potrebná diferenciácia s ohľadom na účel financovania.
4. Kvantifikácia potreby úveru na základe plánu peňažných tokov.

<sup>62</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 18.

5. Vypracovanie projektu žiadosti na získanie úveru, ktorý bude zdôvodňovať potrebu úverových zdrojov, ako preukáže návratnosť úveru.
6. Riadenie čerpania úveru.
7. Operatívne úverové riadenie podniku v podmienkach zadĺženia, ktoré má konkretizovať úlohy finančných manažérov podniku vyplývajúce z úverového vzťahu.

Výhody tohto postupu a prístupu dlžníka k riešeniu úverového rizika sú nasledovné:

- analýza a manažment ucelenej skupiny rizík „ex ante“;
- Overenie podnikateľského zámeru (napr. cez analýzu hotovostných tokov);
- návrh vlastných riešení, t.z. dlžník nečaká, kým mu banka navrhne jej riešenie;
- pozitívny vplyv na vnímanie dlžníka zo strany bánk, ktoré ocenia jeho aktívny, ale zároveň opatrný prístup.

### 2.2.3. Faktory vzniku úverového rizika

Pre každého investora je veľmi dôležité identifikovať jednotlivé druhy rizík, ktoré sú s danou investíciou spojené, a faktory ich vzniku. Na základe takéhoto poznania sa vie rozhodnúť, aké opatrenia na elimináciu alebo zníženie rizík prijme. Základné faktory rizika vyplývajú zo samotnej podstaty investovania, t.z. z interakcie trhového prostredia s investičnou aktivitou. Najdôležitejším kritériom pre posúdenie investície je to, aby výsledný možný efekt z investovania prevýšil možnú škodu pri prijatí rizikového variantu. Rozbor rizika by okrem faktorov mal obsahovať aj možnosti, ako eliminovať pôsobenie faktorov, resp. ako zmierniť ich pôsobenie.

„Identifikácia rizikových faktorov je proces určovania tých činností, veličín, ktorých možný budúci vývoj by mohol ovplyvniť (negatívne aj pozitívne) bezpečnosť subjektu.“<sup>63</sup> veľa faktorov je prognosticky značne neistých a je potrebné hľadať analógiu v minulosti. Do úvahy treba brať široký záber analýzy faktorov rizika a potrebu veľkého množstva informácií. V tejto súvislosti je dobré využívať znalosti expertov, ktorí nám na základe svojich skúsenosti môžu už na začiatku pomôcť sústrediť sa na relevantné faktory.

Pri analýze úverového vzťahu napr. v dôsledku rozhodovania o akceptovaní úveru s danými parametrami by sa mal dlžník sústrediť a riešiť najmä nasledovné faktory:

1. **Výška úveru** - tento faktor nie je pre dlžníka na rozdiel od veriteľa taký dôležitý z pohľadu angažovanosti voči jednému, resp. viacerým veriteľom (dôležitý pohľad pre veriteľa, dlžník nie je výškou angažovanosti voči jednému veriteľovi priamo ohrozený), ale z hľadiska absolútnej výšky

---

<sup>63</sup> Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. str.12.

prijatého úveru. Je však potrebné analyzovať tento faktor predovšetkým relatívne, t.z. vo vzťahu k veľkosti a finančnej sile podnikateľského subjektu. Výšku úveru treba skúmať z nasledovných hľadísk:

- 1.1. *Potenciál a sila podnikateľského subjektu* - výška úveru vo vzťahu k veľkosti podnikateľského subjektu, resp. veľkosti projektu z hľadiska tržieb a bilančnej sumy - napr. 1 milión EUR znamená veľké finančné zaťaženie pre firmu s ročným obratom 2 milióny EUR, ale nie pre firmu s obratom 200 miliónov EUR. Úroky z úveru znižujú disponibilné zdroje subjektu, sú cenou za prijatie úveru. Dlhovú službu dlžníka je potrebné skúmať vo vzťahu k potenciálu dlžníka, to znamená, akú dlhovú službu je dlžník schopný znášať bez ohrozenia jeho finančného zdravia a bez obmedzenia napr. obnovovacích investícií. Potenciál subjektu možno definovať ako postavenie subjektu voči externému okoliu. Rozoznávame nasledovné druhy potenciálov - pozičný (napr. postavenie firmy na trhu, goodwill), znalostný (napr. know-how výrobných postupov, informácie o zahraničných trhoch), logistický (napr. zabezpečenie materiálových vstupov, zásoby), finančný (pracovný kapitál, dostupnosť úverových zdrojov), substančný (napr. zdravie podniku, schopnosť odolávať turbulenciám v podnikateľskom prostredí). Potenciál podnikateľského subjektu je dynamickou veličinou, v časovom horizonte dochádza k jeho zmenám, a preto je potrebné skúmať jeho aktuálnu bázu. Je potrebné identifikovať jeho hlavných nositeľov (napr. z hľadiska hotovostných tokov) a posúdiť ich z hľadiska rizikových faktorov.
- 1.2. *Pomer vlastných a cudzích zdrojov financovania* - predstavuje jednu zo zložiek finančného potenciálu subjektu a znamená dodržiavanie takej optimálnej finančnej štruktúry z hľadiska transformačného procesu podnikateľského subjektu, ktorá neohrozuje zdravie podnikateľského subjektu a ktorá prispieva k znižovaniu celkových nákladov subjektu. Vyšší podiel vlastných zdrojov je vhodný v období recesie, naopak v dôsledku nižších nákladov na cudzí kapitál sa odporúča zvyšovať podiel cudzieho kapitálu v čase konjunktúry (pozitívny vplyv daňového štítu platených úrokov z úverov).
2. **Úroková sadzba** - skladá sa z bázy (čo predstavujú refinančné náklady veriteľa, t.z. sú to náklady, ktoré musí veriteľ vynaložiť na získanie ním poskytovaných úverových zdrojov) a z marže veriteľa (zohľadňuje riziko danej úverovej transakcie). Úroková sadzba predstavuje pre dlžníka riziko najmä z hľadiska typu bázy, t.z. či hovoríme o báze variabilnej alebo fixnej. Výhodou fixnej úrokovej bázy je najmä to, že sa dá s výškou úrokov presne kalkulovať do budúcnosti (výhoda najmä pri dlhodobých investičných projektoch). Odpadá riziko volatility úrokovej bázy. Na druhej strane sú však fixné úrokové bázy vyššie, čo zvyšuje úrokové zaťaženie podnikateľského subjektu. Rozdiel vo výške oproti variabilnej úrokovej bázy predstavuje cenu za nižšie riziko. Variabilná úroková báza býva spravidla nižšia, avšak dlžník na seba preberá riziko jej zmeny. Táto zmena môže byť pre dlžníka pozitívna alebo negatívna, to znamená môže pre dlžníka znamenať úsporu úrokových nákladov, alebo dodatočné úrokové náklady. Otázku volatility variabilnej úrokovej bázy je potrebné

citlivo zvažovať najmä pri dlhodobých investíciách, nakoľko variabilita sťažuje plánovanie pri dlhodobom horizonte. Výber vhodnej bázy úrokovej sadzby je na dohode veriteľa a dlžníka a na ochote dlžníka znášať riziko jej zmeny. Veľký význam pri jej určení zohrávajú aj očakávania zmluvných strán ohľadne volatility úrokových báz. Druhú časť úrokovej sadzby tvorí marža veriteľa, čiže prémie za riziko. Touto prémieou za riziko, ktorá predstavuje zisk veriteľa, veriteľ oceňuje úverové riziko dlžníka. To či veriteľ je ochotný akceptovať dané riziko, závisí často krát od očakávaného výnosu. Prémie za riziko je čisto trhovou veličinou, nie je regulovaná legislatívou a jej výška závisí od dohody veriteľa a dlžníka. Marža spolu s bázou tvoria celkovú výšku úrokovej sadzby, to znamená, že sa marža podieľa na celkových úrokových nákladoch dlžníka. Stanovenie marže by malo odrážať aktuálnu výšku úverového rizika dlžníka, je však subjektívnou veličinou a silne závisí od postoja veriteľa k riziku. Marža býva zvyčajne stanovená fixne na celú dobu úverového vzťahu, avšak v určitých prípadoch sa môže meniť napr. v závislosti od výkonnosti daného projektu.

3. **Inflácia** - pod týmto pojmom chápem rast celkovej cenovej hladiny v danej národnej ekonomike. Pôsobenie tohto faktora v úverovom vzťahu nie je úplne jednoznačné. Na jednej strane umožňuje inflácia dlžníkovi splácať úver infláciou znehodnotenými peňažnými prostriedkami, na druhej strane sa však rast cenovej úrovne prejaví najmä pri variabilnej báze úrokovej sadzby jej rastom, čo predstavuje zvýšenie zaťaženia dlžníka úrokovými nákladmi. Tento rast však má aj pozitívnu stránku, nakoľko úrokové náklady sú z pohľadu zdaňovania brané ako náklady znižujúce daňový základ. Predstavujú tak určitý daňový štít. Pre dlžníka je taktiež pozitívne to, že mu inflácia umožňuje splácať jeho záväzok „znehodnotenými“ peniazmi. Ak vplyvom inflácie rastú príjmy dlžníka, zvyšuje sa jeho rezerva na krytie dlhovej služby, nakoľko objem dlhu s infláciou zvyčajne nerastie. Vplyv inflácie je preto potrebné analyzovať pri každom podnikateľskom subjekte individuálne, nakoľko pojem inflácia zahŕňa rast celkovej cenovej hladiny v danej národnej ekonomike. Je potrebné skúmať predovšetkým rast cenovej hladiny tých komodít, ktoré sa priamo dotýkajú transformačného procesu dlžníka.
4. **Doba trvania úverového vzťahu** - úver predstavuje jeden zo základných cudzích zdrojov financovania podniku. Pri zohľadnení zlatého bilančného pravidla by mali pasíva, a teda aj úvery časovo a objemovo zodpovedať aktívam, na ktorých financovanie slúžia. Nedodržanie časového súladu môže mať za následok vznik rizika likvidity dlžníka. Z toho dôvodu vystupuje do popredia otázka vecného a časového manažmentu aktív a pasív ako nástroj predchádzania platobnej neschopnosti. Časové hladisko sa prejavuje aj tým, že s časovým horizontom rastie nepresnosť plánovania do budúcnosti, t.z. riziko rozhodovania sa s dĺžkou úverového vzťahu zvyšuje.

5. **Menový kurz** - v čase rastúcej globalizácie sa čoraz viac podnikateľských subjektov pohybuje nie na národných, ale medzinárodných trhoch. Pri svojej činnosti vstupujú do peňažných vzťahov, ktoré nemusia byť vždy nominované v ich národnej mene. Z tohto dôvodu sa manažment aktív a pasív týka nie len otázok výšky a časového súladu, ale aj otázky denominácie mien pohľadávok a záväzkov, a z toho vyplývajúcich kurzových rozdielov. Tak, ako je potrebné zabezpečiť časový súlad, je potrebné sledovať, aby jednotlivé aktíva a pasíva boli menovo kongruentné. V opačnom prípade na seba podnikateľský subjekt preberá riziko zmeny menového kurzu. Preto je pre dlžníka otázka meny prijatého úveru jednou z najdôležitejších, nakoľko riziko zmeny menového kurzu nemusí byť na prvý pohľad také zjavné, ako je napríklad riziko zmeny úrokovej sadzby, avšak jeho dôsledky môžu byť pre dlžníka v prípade výrazných menových výkyvov katastrofálne (Príklad - dlžník prijme úver v EUR, avšak príjmy má len v USD a USD voči EUR výrazne depreciuje).
6. **Zabezpečenie úveru** - t.z. akými aktívami (poskytnuté dlžníkom alebo treťou stranou) je daný úver z pohľadu veriteľa zabezpečený. Pri poskytovaní zabezpečenia je potrebné vziať do úvahy, že v prípade nezaplatenia úveru dlžníkom má veriteľ právo v rámci legislatívnych podmienok realizovať zabezpečenie úveru (napr. predaj nehnuteľnosti pri zabezpečení úveru záložným právom na nehnuteľnosť) a čiastočne alebo úplne uspokojiť tak svoju pohľadávku voči dlžníkovi. S ohľadom na to, čo tvorí predmet zabezpečenia daného úveru, môže takáto realizácia zabezpečení predstavovať ohrozenie ďalšej existencie dlžníka. Z toho dôvodu by mal dlžník zvážiť takéto riziko ešte pred tým, než ponúkne svoje aktíva ako zabezpečenie úveru veriteľovi. Vychádzať musí zo svojich možností a aktuálnej situácie, nakoľko zabezpečenie úveru a jeho podmienky sú zvyčajne otázkou obchodnej dohody medzi veriteľom a dlžníkom (v niektorých prípadoch, ako napr. pri hypotekárnom financovaní, vyplýva požiadavka na určité zabezpečenie priamo zo zákona). Zabezpečenie úveru je potrebné skúmať aj z pohľadu obmedzenia možnosti disponovania, resp. využívania aktív, ktoré slúžia ako zabezpečenie.
7. **Premena likvidných úverových prostriedkov na menej likvidnú formu** - tento faktor vyplýva zo skutočnosti, že prijaté úverové zdroje podnikateľský subjekt ako dlžník neponechá zvyčajne v ich pôvodnej peňažnej podobe, ale ich investuje v očakávaní dosiahnutia zisku do ním zvolených aktív (napr. zásoby, dodávateľský úver, nákup dlhodobého majetku) alebo pasív (napr. reštrukturalizácia úverového portfólia). Tak sa úverové riziko imaginárne „prenáša“ na tretiu osobu, ktorá v pôvodnom úverovom vzťahu nevystupuje, avšak splnenie príslušného zmluvne dohodnutého úverového vzťahu dlžníkom môže byť na konaní tretej osoby priamo závislé. Toto riziko možno nazvať aj rizikom podnikateľského zámeru. Podstata spočíva v tom, že dlžník ako podnikateľský subjekt použije úverové prostriedky s určitým zámerom, bude ich investovať do aktív. Možnosť splatenia úveru býva často krát spojená s úspešnosťou danej investičnej aktivity.

8. **Riziko vysporiadania** - je riziko straty zo zlyhania konkrétnej transakcie dodávky medzi dlžníkom a treťou osobou. Dôvodom zlyhania však nie je neschopnosť alebo nevôľa tretej strany zaplatiť dohodnuté plnenie dlžníkovi, ale dodávka je prerušená z technických dôvodov. Tretia strana tak nedokáže dlžníkovi vrátiť, resp. poskytnúť dohodnuté plnenie, na základe čoho sa dlžník môže dostať do omeškania s plnením na základe zmluvného úverového vzťahu s jeho veriteľom. Technický problém transakcie dodávky sa tak u dlžníka transformuje na neplnenie peňažných záväzkov (zlyhanie systému na prevod platieb, vyhlásenie konkurzu na banku tretej strany, nedostatočná kalkulácia s dňami potrebnými na transfer peňažných prostriedkov a pod.). Riziko vysporiadania však pre dlžníka môže znamenať aj zlyhanie veriteľa (napr. vyhlásenie konkurzu), keď napriek dohode nie je schopný poskytnúť dlžníkovi dohodnuté plnenie k dohodnutému termínu. Pre dlžníka to môže znamenať napr. ušlý obchod, nemožnosť poskytnúť dodávateľský úver, problémy s nákupom surovín a pod.
9. **Systémové riziko** - toto riziko chápem ako riziko zlyhania štátu. Dotýka sa najmä úverových vzťahov, pri ktorých zmluvné úverové strany majú sídlo v iných štátoch. Následkom zlyhania ekonomiky štátu môže byť napr. menové a platobné moratórium, kedy nie je možné uhrádzať záväzky v cudzej mene mimo národnú ekonomiku. Toto zlyhanie môže nastať na strane veriteľa (nie je možné poskytnúť úverové plnenie dlžníkovi), na strane dlžníka (nie je možné uhrádzať dlhovú službu) alebo na strane odberateľov dlžníka (odberatelia nemôžu dlžníkovi zaplatiť za tovar, na základe čoho dlžník nemôže uhrádzať dlhovú službu veriteľovi). Dôsledky systémového rizika sú podobné s rizikom vysporiadania, rozdielne sú však príčiny vzniku.
10. **Iné faktory, ktoré s daným úverovým vzťahom priamo nesúvisia** - môže sa jednať o celý rad negatívnych dopadov na podnikateľský subjekt z iných podnikateľských aktivít, ktoré cez náklady ovplyvnia schopnosť subjektu ako dlžníka splácať dlhovú službu. Uvediem aspoň zopár príkladov, kedy dlžník inými svojimi aktivitami ohrozí splácanie úverového záväzku - kurzové špekulácie, vyhlásenie exekúcie na dlžníka v dôsledku iných podnikateľských aktivít, investície do rizikových aktív (napr. akcie technologických firiem), poskytnutie neprimerane veľkých dodávateľských úverov, závislosť na jednom odberateľovi a pod.

V prípade, že sa podnikateľský subjekt rozhodne prijať úver, mal by si zvážiť dopady, ktoré tento úver v danej štruktúre na neho bude mať. Dopady jednotlivých faktorov a ich odzrkadlenie sa na finančnom zdraví dlžníka môžu byť rôzne, za daných podmienok na trhu a v závislosti od situáciu u dlžníka sa prejavia rozličnou intenzitou. Dôležité je taktiež, k akej kombinácii jednotlivých faktorov dôjde. Dôsledky vplyvu faktorov úverového rizika závisia od podmienok úveru, podnikateľského potenciálu podniku, legislatívneho rámca, situácie na trhu dlžníka, od situácie na peňažnom a kapitálovom trhu a

pod. Je nutná dôsledná analýza jednotlivých faktorov úverového rizika v daných podmienkach interného a externého prostredia a ich dopad na transformačný proces podnikateľského subjektu ako dlžníka. Tieto dopady môžu predstavovať ohrozenie zdravia podnikateľského subjektu.

V prípade, ak dlžník nesprávne odhadne úverové riziko, podcení niektoré faktory, resp. neprijme opatrenia na odstránenie alebo zmiernenie negatívnych dopadov jednotlivých faktorov, môže to mať pre neho nasledovné **dôsledky, ktoré sú výsledkom spolupôsobenia jednotlivých faktorov úverového rizika**<sup>64</sup>:

- **Dlžník je schopný riadne splácať dlhovú službu veriteľovi, avšak úverový záväzok ho zaťažuje natoľko, že nedochádza k akumulácii kapitálu na obnovovacie resp. rozvojové investície. Dlžník je schopný zabezpečiť dostatok prevádzkového kapitálu, avšak ohrozený je jeho investičný plán.** To vyvoláva z pohľadu strednodobého horizontu tlak na rozvoj potenciálu subjektu, čo môže viesť k zhoršeniu konkurenčných schopností podnikateľského subjektu. Dochádza k poklesu schopnosti dlžníka udržať krok s vývojom prostredia a presadiť sa na trhu. Výsledkom býva taktiež horšie generovanie voľných peňažných zdrojov v transformačnom procese dlžníka, čo napr. oslabuje obranyschopnosť podnikateľského subjektu proti tlaku konkurenčných síl, proti útoku konkurentov na jeho trhový podiel. Nehovoriac o tom, že takýto subjekt nemôže implementovať expanzívne trhové stratégie. Tento dôsledok v krátkodobom horizonte zostáva skrytý, nakoľko dlžník hradí svoje záväzky a využíva rozvojový potenciál naakumulovaný z minulosti. Príčinou takéhoto vývoja môže byť napr. vysoká výška prijatého úveru, nevhodná finančná štruktúra pasív, nepriaznivý kurzový vývoj, rast úrokových sadzieb.

Tento dopad sa prejavuje najmä v dlhodobom časovom horizonte. Dlžník tak môže stratiť možnosť investovať do nových podnikateľských príležitostí, do nákupu nových technológií a pod.. Z krátkodobého hľadiska sa subjekt môže javiť ako stabilný so schopnosťou načas plniť svoje záväzky.

- **Dlžník je schopný splácať dlhovú službu veriteľovi, avšak úver ho zaťažuje natoľko, že nedochádza k akumulácii voľných zdrojov na prevádzku podniku, t.z. dlhová služba je splácaná na úkor prevádzkového kapitálu.** Tento dopad je zjavný už v krátkodobom horizonte. Platobná morálka subjektu sa zhoršuje, nakoľko nedokáže generovať dostatok finančných zdrojov na krytie svojich prevádzkových potrieb. Príčiny takéhoto vývoja sú rovnaké ako v predchádzajúcom bode, avšak čo do rozsahu sú závažnejšie z krátkodobého hľadiska a prejavujú sa rýchlejšie na finančnom zdraví

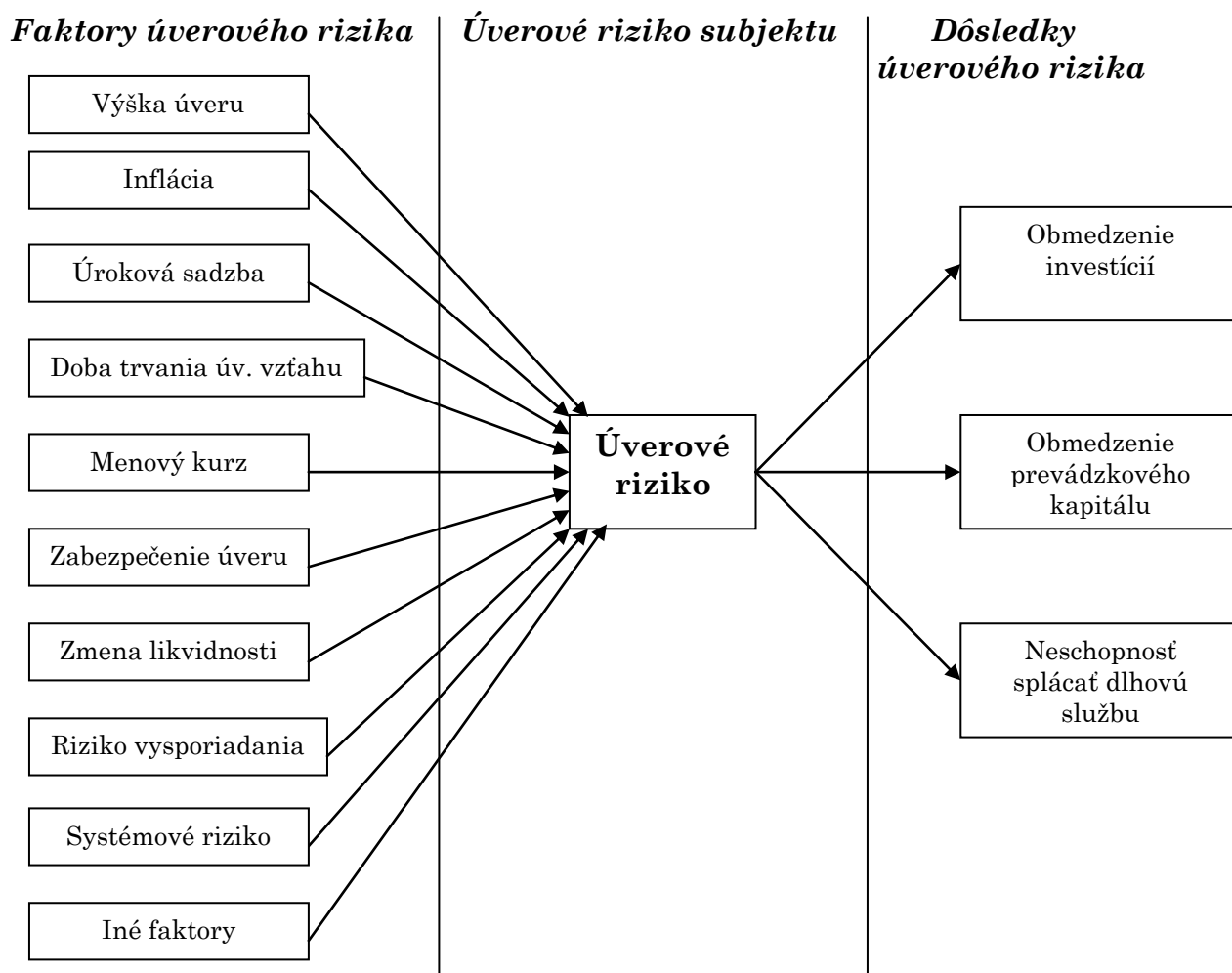
---

<sup>64</sup> Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999. str. 36-37.

dlžníka. Bez rychlé reakcie v podobe reštrukturalizácie strany pasív môže dlžník v krátkom čase dôsledkom platobnej neschopnosti prísť o založený majetok, ktorý poskytol ako zabezpečenie veriteľovi, v krajnom prípade na neho môže byť vyhlásený konkurz.

- Tretím dopadom nesprávneho odhadu úverového rizika je to, že **dlžník nie je schopný generovať voľné zdroje ani na splácanie dlhovej služby**. K tomuto môže dôjsť napríklad z nasledovných dôvodov:
  - ❑ zanedbanie analýzy úverového vzťahu a podcenenie úverového rizika v celom jeho rozsahu (napr. precenenie možností podnikateľského subjektu, nesprávny odhad dlhovej služby vo vzťahu k peňažným príjmom dlžníka);
  - ❑ úmyselný trestný čin za účelom získania peňažných prostriedkov bez zámeru tento záväzok uhradiť;
  - ❑ také zmeny trhových podmienok, ktorých nastatie na základe štatistických extrapolácií historických dát sa dalo očakávať len s veľmi nízkou mierou pravdepodobnosti (napr. náhle zmeny cien strategických komodít, extrémne výkyvy menových kurzov a úrokových sadziieb).

Je dôležité si uvedomiť, že uvedené dopady sa nemusia prejavovať samostatne, ale že sa môžu časovo a vecne prelínať (napr. oslabovanie meny spojené s rastom úrokovej sadzby na danú menu). Niekedy je ťažšie daný dopad postrehnúť, najmä ak sa týka napr. rozvojových investícií a dlhšieho časového horizontu. Efekt takéhoto dopadu úverového rizika sa síce objavuje pomaly a počas dlhšieho obdobia, avšak aj jeho riešenie si vyžaduje dlhší čas (napr. v dôsledku splácania úveru bolo potrebné pre nedostatok disponibilných peňažných prostriedkov presunúť vývoj novej palety výrobkov o časové obdobie X).



Obr. č.14

#### 2.2.4. Meranie úverového rizika

Prístupy k meraniu a manažovaniu úverových rizík sú podrobne rozpracované a využívané najmä v bankovom sektore. Banky majú zvyčajne v rámci svojich organizačných štruktúr vyčlenené oddelenia, ktoré sa zaoberajú risk manažmentom, ktorého súčasťou býva úverový monitoring. Východiskom práce týchto oddelení je kvantifikácia rizík a stanovenie interných noriem a limitov, ktoré by banka pri poskytovaní úverových produktov nemala prekročiť. Tieto normy by mali byť súčasťou celkového procesu riadenia banky. V zmysle medzinárodnej dohody BASEL II sú oddelenia zaoberajúce sa manažmentom rizika organizačne odčlenené od obchodných oddelení, aby sa pri posudzovaní rizika jednotlivých bankových transakcií dosiahla čo najväčšia možná objektivita<sup>65</sup>.

<sup>65</sup> Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania. 2001. str. 82.

Určitý boom zažívajú v poslednej dobe rôzne počítačové programy zamerané na riadenie celej škály podnikových rizík. Ich zameranie je jednak na hodnotenie, tak aj na manažment rizík, pričom kladú veľký dôraz na presnú kvantifikáciu negatívnych dopadov na podnikateľský subjekt. Svojím zameraním sa však primárne orientujú na cenné papiere. Aj vzhľadom na ich vysokú obstarávaciu cenu bývajú najčastejšími zákazníkmi bankové inštitúcie a investičné fondy<sup>66</sup>.

Príklady počítačových program na riadenie rizík:

- SONARIS,
- Eller Derivater Pricer,
- Risk Calc.

Avšak metódy používané na merania rizika cenných papierov a na meranie úverového rizika bankových subjektov nie sú pri manažmente úverového rizika z pohľadu dlžníka použiteľné. Dôvodom je, že dlžník nepracuje s veľkými štatisticky relevantnými balíkmi úverov (ako bankové inštitúcie), a ani nemá k dispozícii historické informácie o vývoji niektorých parametrov (ako využívajú metódy na meranie rizika pre cenné papiere). Úverové riziko dlžníka má z pohľadu jeho manažovania iný charakter ako úverové riziko veriteľa. **Pri hľadaní optimálneho prístupu k meraniu a manažmentu úverového rizika a návrhu vhodných nástrojov som vychádzal z toho, že riziko chápem ako odchýlku od dosiahnutia očakávaného resp. plánovaného výsledku.** Nakoľko úver a dlhová služba znamenajú pre dlžníka zníženie jeho peňažných prostriedkov, tak aj odchýlka od očakávaného výsledku sa v prípade negatívneho vývoja prejaví u dlžníka ako zníženie disponibilných peňažných prostriedkov.

OH	očakávaná hodnota
SK	skutočná hodnota
RIZ	delta skutočného a očakávaného výsledku

$$\mathbf{RIZ = OH - SH}$$

$RIZ < 0 \Rightarrow$  faktor úverového rizika má na výsledok hospodárenia negatívny dopad a znamená pre dlžníka zníženie peňažných prostriedkov

$RIZ \geq 0 \Rightarrow$  faktor úverového rizika má na výsledok hospodárenia pozitívny alebo indiferentný dopad a znamená pre dlžníka zvýšenie peňažných prostriedkov alebo na peňažné prostriedky nemá vplyv

---

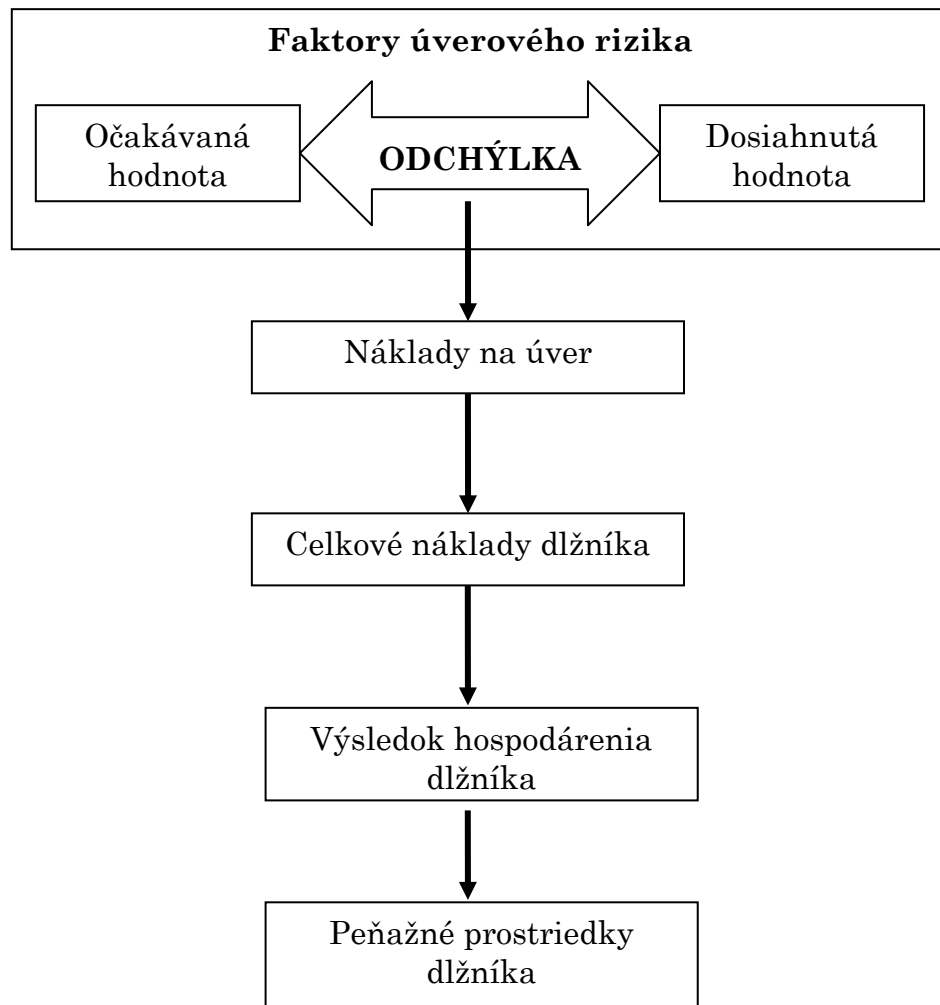
<sup>66</sup> 2000. In *Finančný radca*. Žilina: Informačné centrum podnikateľov, s.r.o., 1999, 1-2/2000, str. 307.

Tento prístup by mohol zvädzať k myšlienke, že postačuje sústrediť sa len na „negatívnu<sup>67</sup>“ odchýlka znamenajúcu rast nákladov na úver, ktoré sa prejavia v konečnom dôsledku na znížení disponibilných peňažných prostriedkov dlžníka. V tejto súvislosti poukazujem na jednu z téz v teoretickej časti, a to, že dlžník potrebuje analyzovať aj kladné, t.z. v jeho prípade pozitívne odchýlky od plánovaných hodnôt. Dôvodom je nutnosť spoznať príčiny odchýlok, ktoré pomôžu zvyšovať kvalitatívny aspekt plánovania. Znovu opakujem názor, s ktorým sa plne stotožňujem – poznané riziko má vyššiu hodnotu ako riziko nepoznané.

Ako som už naznačil v kapitole 1, rizikom je nie len negatívne, ale aj pozitívne odchýlenie sa od plánovanej a teda očakávanej hodnoty. Keď vychádzam z tézy, že poznané riziko je prijateľnejšie ako riziko nepoznané, tak je **potrebné, aby dlžník poznal okrem finančného vyčíslenia dopadu aj dôvody, prečo je hodnota výsledku iná ako očakával, preto je potrebné analyzovať pozitívnu odchýlku faktorov úverového rizika.** Pochopenie príčin takýchto odchýlok je jednou z ciest, ako môže podnikateľský subjekt posúvať svoje plánovanie na vyššie kvalitatívne úrovne.

---

<sup>67</sup> Pojmy „negatívna a pozitívna“ odchýlka nie vždy robnako vyjadrujú matematický výsledok porovnania plánovaných a očakávaných hodnôt. Označujem nimi skutočnosť, aký dopad má daný faktor úverového rizika v konečnom dôsledku na peňažné zdroje dlžníka. Negatívny dopad znamená vyššie náklady a zníženie peňažných zdrojov dlžníka. Pozitívna odchýlka znamená, že za daných podmienok faktor úverového rizika neovplyvní výšku peňažných zdrojov alebo cez zníženie nákladov dochádza k úsporám.



Obr. č.15

Meranie úverového rizika z pohľadu dlžníka nie je však spôsob, ako je možné riziko kvantifikovať so 100%nou istotou. V procese plánovania dlžník nevie presne určiť výšku odchýlky, t.z. výšku rizika. Nakoľko s premennými, ktoré však predstavujú pre neho faktory úverového rizika, pracuje len na základe prognóz, **exaktne kvantifikovateľný dopad na peňažné prostriedky vie určiť až v momente, kedy sa daný faktor úverového rizika naplno prejaví.**

Príklad:

*Dlžník plánuje zobrať 1-ročný úver vo výške 100 p.j. s variabilnou úrokovou sadzbou 12M EURIBOR + 2,0% p.a.*

*Výška sadzby pred čerpaním úveru: 3% p.a.*

*Očakávané úroky z úveru: 3 p.j.*

*Výška úrokovej sadzby pri čerpaní úveru: 4% p.a.*

*Skutočné úroky z úveru:*

*4 p.j.*

*Pre dlžníka má dopad faktoru úverového rizika, ktorým je variabilná úroková sadzba, hodnotu v peňažnom vyjadrení -1 p.j. Tento dopad bol však dlžník schopný kvantifikovať až v momente čerpania úveru a znamená pre neho vyššiu dlhovú službu ako očakával*

Meranie úverového rizika má zmysel využívať len pri tých faktoroch, ktoré nemajú presne stanovenú hodnotu pri vzniku úverového vzťahu a kde dlžník ich budúcu hodnotu prognózuje s určitou pravdepodobnosťou. Kvantifikácia odchýlky mu tak slúži ako určitý nástroj pre rozhodnutie, či vynaložiť náklady na manažovanie daného faktora úverového rizika.

Nutnosť prognózovania budúcej hodnoty faktorov úverového rizika znemožňuje presné stanovenie výšky úverového rizika v procese plánovania a sťažuje samotné manažovanie úverového rizika z hľadiska rozhodovania o použití nástrojov risk manažmentu. Vychádzajúc z teórie Petra Markoviča ohľadne optimálneho stupňa zabezpečenia, **dlžník v procese plánovania nemá k dispozícii vstupné informácie na to, aby kvantifikoval výšku úverového rizika** a mohol jednoznačne prijať rozhodnutie napr. o kúpe nástroja na elimináciu daného faktora úverového rizika. Záleží tak na postoji manažmentu podnikateľského subjektu k riziku, aké rozhodnutie vo vzťahu k manažovaniu úverového rizika prijme. **Význam kvantifikácie úverového rizika tak vidím hlavne pre zlepšenie kvality plánovacieho procesu a pre posúdenie efektívnosti využitia úverových zdrojov z pohľadu skutočne vynaložených nákladov. V samotnom plánovacom procese (napr. pri príprave podnikateľského zámeru) je meranie úverové rizika pre dlžníka obtiažne použiteľné.**

#### **2.2.5. Skóringová karta na identifikovanie faktorov úverového rizika**

Podnikateľské subjekty sú v dnešnej dobe zahlcované množstvom informácií a sú na ne kladené čoraz vyššie nároky, t.z. musia sa vedieť orientovať vo viacerých rozličných oblastiach, ktoré síce nie sú predmetom podnikateľskej činnosti, ale ich priamo alebo nepriamo postihujú (napr. rôzne povinnosti vyplývajúce z legislatívy, poistenie, využívanie bankových služieb). Býva preto pre mnohé subjekty ťažké vedieť prijímať a využívať nové poznatky netýkajúce sa priamo ich hlavnej podnikateľskej činnosti, aj keď môžu byť pre ne veľmi dôležité.

Na podklade skúmania teórií venujúcich sa riziku existujú minimálne nasledovné dôvody, prečo by sa mal dlžník aktívne venovať manažmentu úverového rizika vrátane vytvorenia určitého formálneho mechanizmu, ktorý umožní znížiť subjektivitu rozhodnutí:

➤ **riziko predstavuje možnosť straty,**



rozhodnúť, či je vhodné vynaložiť prostriedky na konkrétny nástroj manažmentu úverového rizika.

2. stupeň: obmedzenie prevádzkového kapitálu

V prípade obmedzenia prevádzkového kapitálu a tým aj každodennej podnikateľskej činnosti dlžníka (závisí samozrejme od konkrétnej situácie) je využitie nástrojov priam nevyhnutnosťou. Manažovaniu týchto faktorov by mal podnikateľský subjekt venovať zvýšenú pozornosť, nakoľko priamo môžu obmedziť jeho kľúčové podnikateľské aktivity.

3. stupeň: neschopnosť splácať dlhovú službu

V prípade tohto stupňa je treba skúmať, či má vôbec zmysel vstupovať do takéhoto úverového vzťahu. Je potrebné pozrieť sa na samotnú štruktúru úveru a preskúmať jeho základné parametre, nakoľko je prijatie takéhoto úveru pre dlžníka od samého začiatku reálnou hrozbou pre jeho podnikanie. Nástroje by mali byť zamerané na základné princípy štruktúry úveru.

5. **Voľba nástroja risk manažmentu** – cieľom tejto etapy je identifikovať, aké nástroje môže podnikateľský subjekt použiť na eliminovanie alebo zníženie dopadov príslušného faktora úverového rizika. Do procesu odporúčam predovšetkým podnikom, ktoré nemajú k dispozícii expertov z oblasti finančného manažmentu, aby využili skúsenosti externých poradenských firiem z oblasti auditu a účtovníctva alebo firiem špecializovaných na poradenstvo pri získavaní úverových zdrojov. Dobrým zdrojom informácií sú aj samotné komerčné banky, avšak získané názory je vhodné verifikovať.
6. **Aplikácia nástroja risk manažmentu ?** – v tomto kroku sa musí podnikateľský subjekt ako potenciálny dlžník rozhodnúť, či na základe analýzy úverového rizika a stanovenia dôsledku hrozby daného faktora chce aplikovať vhodné nástroje na redukovanie alebo elimináciu jeho vplyvu. Rozhodovacím kritériom môžu byť potrebné peňažné prostriedky, čas potrebný na získanie vhodného nástroja, dostupnosť na finančnom trhu a pod.

Tento zoznam je zameraný na analýzu úverového rizika „ex ante“ a „núti“ dlžníka zaoberať sa touto problematikou v predstihu. Znamená to, že **dlžník by si mal tieto otázky zodpovedať a zohľadniť ich dôsledky vo svojich plánoch ešte pred uzatvorením úverového vzťahu (a to najmä pri dlhodobých úveroch). Pri faktoroch úverového rizika, ktoré sú pre dlžníka relevantné, je potrebné podľa stupňa dôsledkov rozhodnúť o aplikácii vhodných nástrojov manažmentu úverového rizika.**

V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že v prípade aplikácie skóringovej karty je treba vziať do úvahy mieru subjektívnosti výsledkov vo vzťahu k rozhodovateľovi, ktorý kartu pripravuje. Štandardizovaný výsledok pravdepodobne nebude uplatniteľný pre jedinečnosť a špecifickosť mnohých situácií. „Dôvody je treba hľadať predovšetkým vo vnímaní rizika a, samozrejme v postoji k riziku. Rozhodovateľ (manažér) má svoj individuálny postoj k riziku formovaný predovšetkým osobnými a osobnostnými faktormi, postavením v podniku a systémom motivácie a stimulácie.“<sup>68</sup>

Aj v rámci jedného podniku by s najväčšou pravdepodobnosťou došlo v dôsledku rozličných postojov manažérov k riziku (averzia, neutralita alebo sklon k riziku) k rôznym výsledkom v skóringovej karte. Zníženie miery subjektivity pri vyplňaní skóringovej karty je možné dosiahnuť použitím vhodnej techniky vyhľadávania variantov, napr. brainstorming, Delfská metóda.

Hlavným poslaním skóringovej karty je to, **aby si dlžník uvedomil existenciu a hrozbu úverového rizika, ktoré na seba preberá prijatím úveru, a možné dopady tohto rizika na jeho podnikanie.** Toto poznanie hrozby následne podnikateľskému subjektu umožní zaoberať sa jednotlivými faktormi úverového rizika tak, aby eliminoval alebo znížil potenciálne dopady na svoju podnikateľskú činnosť.

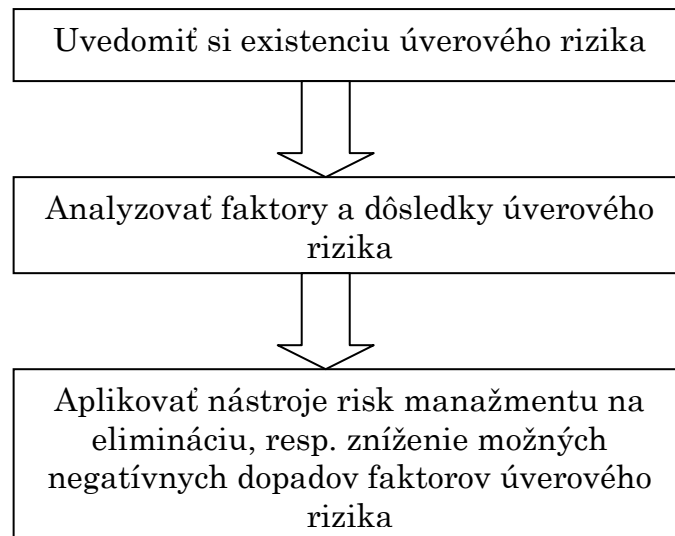
Mnohé (nie len) podnikateľské subjekty sa v súvislosti so získaním úveru dopúšťajú podľa môjho názoru veľkej chyby, keď sa príliš spoliehajú na názor inštitúcie (banky, inštitúcie poskytujúce spotrebné úvery a pod.) s ohľadom na výšku a podmienky úveru, ktorá im má úver poskytnúť. Aký je ich motív, ktorý ich vedie k tomuto správaniu? Dobrá viera v úverové inštitúcie, nevedomosť, podcenenie úverového rizika? Neuvedomujú si jeden podstatný fakt a to je podľa môjho názoru to, že väčšina poskytovateľov úverov má tento typ činnosti ako svoj hlavný predmet podnikania a orientuje sa v danej problematike oveľa lepšie ako väčšina budúcich dlžníkov. Takýto vedomostný predstih im umožní nastaviť podmienky výrazne vo svoj prospech a redukovať svoje vlastné úverové riziko na úkor úverového rizika dlžníka. Umožnia im to nie len formy zabezpečenia úveru prostredníctvom záložných práv a notárskych zápisníc s exekučnými titulmi, ale aj rôzne podmienky a dohovory v úverových zmluvách (napr. vágne formulácie umožňujúce požadovať dodatočné zabezpečenie od dlžníka).

**Cesta k tomu, aby subjekt splnil svoj záväzok splatiť prijatý úver bez neprijemných prekvapení, začína uvedením si existencie úverového rizika, ktoré znáša z pozície dlžníka.** Až následne, keď dlžník spraví tento podstatný prvý krok, môže začať úverové riziko analyzovať cez jednotlivé faktory a ich dopady. Splatiť úver je len a len povinnosťou dlžníka a je to jeho zodpovednosť, že podpísal úverovú zmluvu s danými podmienkami.

---

<sup>68</sup> Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003. str. 15.

Poznaním faktorov úverového rizika sa mu však otvára možnosť riešiť úverový vzťah takým spôsobom, aby bolo prijatie úveru pre neho čo najmenej rizikové.



Obr. č.16

Spôsoby, ako sa môže dlžník vysporiadať s faktormi úverového rizika, ako dopady rizika eliminovať alebo redukovať, som detailnejšie rozanalyzoval v kapitole 2.3 a následne som poznatky aplikoval na príklade uvedenom v Aplikačnej časti tejto dizertačnej práce.

### **2.3. Nástroje a prístupy k znižovaniu úverového rizika**

V predchádzajúcich kapitolách som analyzoval úverové riziko, príčiny vzniku, dôsledky. Samotná takáto analýza však nie je v praxi pre podnikateľský subjekt úplne použiteľná, keby výsledky takejto analýzy neaplikoval v procese znižovania úverového rizika. **Analýza úverového rizika nie je finálnou metou, ale predstavuje východisko pre efektívnu implementáciu nástrojov manažmentu úverového rizika.** Hneď na úvod však musím podotknúť, že úplná eliminácia všetkých negatívnych dopadov úverového rizika spravidla nie je možná, nakoľko na určité prejavy rizika neexistujú na trhu nástroje na ich odstránenie. Avšak úverové riziko je možné znížiť na úroveň, kde je pravdepodobnosť jeho úplného dopadu veľmi nízka.

Všeobecne možno k znižovaniu rizika pristupovať dvomi základnými spôsobmi:

1. **Prístup „ex post“** - v tomto prípade sa subjekt nesnaží riziku predchádzať a znižovať následky jeho dopadov predtým, než vzniknú, ale rieši riziko až vtedy, keď dôjde k bezprostrednému ohrozeniu. Subjekt neodstraňuje, resp. nebojuje s príčinami rizika, ale s jeho dôsledkami, t.z. venuje sa „haseniu“ problémov, nie riešeniu príčiny ich vzniku. Subjekt je zahltený problémami a úlohami prítomnosti a nemá čas sa pozrieť do budúcnosti. Jeho prvoradým záujmom je

riešenie operatívnych otázok a na otázky strategického charakteru „mu nezostáva čas“.

2. Prístup „ex ante“ - subjekt sa snaží aktívne predísť vzniku problémov, resp. vopred redukovať možné dopady v maximálne možnej miere. Jeho zámerom je spoznanie rizika, príčin jeho vzniku a jeho možných dôsledkov. Subjekt rieši primárne nie dopady, ale faktory vzniku a hľadá nástroje na zníženie, resp. odstránenie rizika. Tento prístup je orientovaný viac na budúcnosť, čo vyžaduje využitie vhodných nástrojov analýzy podmienok a prognózovania možného vývoja externého a interného prostredia. Subjekt, ktorý pristupuje k riziku týmto spôsobom, pozná a aktívne sa snaží využívať nástroje a prístupy k znižovaniu úverového rizika. Rieši v prvom rade otázky taktického a strategického charakteru, je zahľadený do budúcnosti.

Základná filozofia redukovania negatívnych dopadov rizík v podnikaní vychádza z rozboru faktorov daného typu rizika. Poznanie a „rozmenenie rizika na drobné“ tak tvorí základnú bázu v procese znižovania dopadov rizika, nakoľko umožňuje analyzovať riziko z pohľadu jednotlivých čiastkových zložiek.

**Keďže žiadna aktivita nie je zvyčajne bezrizikovou, je potrebné stanoviť akceptovateľnú mieru rizika.** Akceptovateľné riziko vytvára z pohľadu rozhodovania pomyselnú deliacu čiaru, po ktorú je subjekt riziko pripravený znášať. Prekročením akceptovateľného rizika by sa mal spustiť mechanizmus, ktorý aktivuje nástroje risk manažmentu.

Manažment rizika zohráva v riadiacom procese podnikateľských subjektov aktívnu a pasívnu úlohu. Aktívnou úlohou je práve stanovenie úrovne prijateľného rizika a zadefinovanie maximálnych a minimálnych podmienok pre úverové vzťahy. Pasívny prístup spočíva v určení zásad a postupov aplikovania kontrolných mechanizmov v praxi, čo zvyčajne zastrešuje odbor monitoringu. Pasívny prístup nechápem v negatívnom vymedzení, ale ako prirodzené pokračovanie aktívneho prístupu. Úloha monitoringu v rámci risk manažmentu neustále narastá. Od vypovedacej schopnosti údajov získaných prostredníctvom úverového monitoringu závisí aj kvalita zvolenej stratégie banky, do ktorej sa úverová politika vrátane manažmentu rizika premieta.

Mimo bánk sa však veľmi zriedka stretáme s pracovníkmi, ktorých primárnou úlohou býva manažovanie rizík a ich monitoring. Napriek tomu, že podnikateľský subjekt nemá vytvorené samostatné oddelenia v rámci organizačnej štruktúry, je potrebné, aby si manažment podnikateľského subjektu uvedomoval nutnosť manažovania akéhokolvek druhu rizika a zohľadňoval túto potrebu vo svojich každodenných rozhodnutiach ako operatívneho, tak aj strategického charakteru. Snaha o uplatňovanie risk manažmentu a sledovanie vlastnej úverovej stratégie (ktorá má sledovať vrcholové ciele podniku) by mala byť aspoň v podvedomí podnikového manažmentu, aj keď by mal risk manažment rozhodnutia priamo ovplyvňovať. Podnikateľský subjekt by tak nemal prijať žiadne rozhodnutie väčšieho

významu, pokiaľ toto nie je aspoň čiastočne konfrontované z pohľadu manažmentu rizika.

Manažment úverového rizika patrí do náplne práce finančného manažéra podniku, ktorý v nadväznosti na zámery a ciele úverovej stratégie je povinný zabezpečovať najmä nasledovné úlohy<sup>69</sup>:

- zhodnotiť úverovú spôsobilosť podniku,
- navrhnúť vhodnú formu a druh úveru s ohľadom na účel použitia úveru,
- priebežne monitorovať vplyv využívania úverov na finančné zdravie podniku a prijímať opatrenia na odstránenie nedostatkov,
- riadiť poskytovanie a využívanie nepeňažných úverov.

Hodnotenie úverovej spôsobilosti však nemôže predstavovať jednorazový akt zo strany finančného manažéra, ale zahŕňa:

- analýzu úverovej spôsobilosti podniku pred samostatným prijatím úverového rozhodnutia,
- proces hodnotenia schopnosti podniku plniť záväzky vyplývajúce z úverového vzťahu.

Manažment úverového rizika je nikdy sa nekončiacim procesom. Pre jeho lepšie pochopenie a ilustráciu je potrebné uviesť jeho rozčlenenie na fázy:<sup>70</sup>

1. Identifikácia úverového rizika vyplývajúceho z úverového rozhodnutia podniku, čo znamená odhalenie slabých miest a faktorov, ktoré súvisia s prijatím príslušného peňažného úveru.
2. Hodnotenie rizika prostredníctvom úverových analýz a modelov (napr. hotovostných tokov).
3. Vypracovanie návrhu a postupov na eliminovanie, resp. zníženie konkrétneho prejavu rizika.
4. Prijatie konkrétnych opatrení na zníženie rizika.

Ako som už spomenul vyššie, analytická úloha manažmentu rizika nie je cieľom, ale len východiskom, resp. podkladom pre rozhodovanie, ako dané riziká riadiť, t.z. ako sa ich pokúsiť eliminovať. Výstupom analýzy daného rizika by malo byť poznanie faktorov, ktoré vznik daného rizika spôsobujú a na ktoré je potrebné sa sústrediť v procese znižovania rizika. Pri znižovaní rizík sa v praxi uplatňujú rôzne nástroje, ktoré ponúka trh, resp. ktoré sú dostupné v rámci daného podnikateľského subjektu.

Časť úverového rizika však dlžník vie znížiť, resp. úplne eliminovať vhodným nastavením podmienok úverového vzťahu a znížením počtu neznámych veličín. Čím viac parametrov úveru bude jasne stanovených, tým ľahšie dokáže

---

<sup>69</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 53.

<sup>70</sup> Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004. str. 66.

vytvárať svoje plány na celú dobu trvania úverového vzťahu. Ako príklad uvediem použitie fixnej úrokovej sadzby na celú dobu trvania úveru, ktorá umožní dlžníkovi presne vypočítať jednotlivé splátky dlhovej služby.

Faktory úverového rizika z hľadiska spôsobu stanovenia môžem rozdeliť do nasledovných skupín:

1. **faktory so stanovenou hodnotou** – hodnota parametra úveru je dohodnutá vopred a v úverovej zmluve je exaktne definovaná. V tomto prípade vie dlžník jasne určiť, aké je jeho riziko a nedochádza k odchýlke medzi plánom a skutočnosťou.

Príklad – jasné stanovenie meny úveru, presné vymenovania zabezpečenia poskytnutého dlžníkom, marža banky, fixná úroková sadzba,

2. **faktory so stanoveným spôsobom určenia ich hodnoty** – v úverovej zmluve je exaktne zadefinovaný spôsob, ako sa hodnota príslušného parametra určí, ale pri podpise úverovej zmluvy ešte dlžník ani veriteľ presnú hodnotu, ktorá bude pre úver smerodajná, nepoznajú. Úverové riziko tu vyplýva z toho, aká bude hodnota daného parametra v referenčnom čase, ktorý je dohodnutý. Na odhad hodnoty parametra môže dlžník použiť matematicko-štatistické metódy predikcie (napr. pri vývoji úrokovej sadzby) alebo názor expertov na základe empirie. V tomto prípade dochádza k odchýlke medzi plánovanou hodnotou a skutočnou hodnotou, avšak vhodne zvolenými metódami (napr. zapracovanie rezerv do svojho plánu) vie dlžník znížiť riziko väčšej odchýlky a teda aj väčšieho rizika na úroveň, ktorá je pre neho akceptovateľná.

Príklad – stanovenie úrokovej sadzby vo forme 12M EURIBOR + 2% p.a. s tým, že dlžník nečerpá úver pri podpise úverovej zmluvy, ale v priebehu 2 mesiacov od podpisu úverovej zmluvy. Výšku sadzby 12M EURIBOR na základe finančných prognóz očakáva v rozpätí 1,5% - 1,70% p.a., pričom vo svojom finančnom pláne kalkuloval so sadzbou 1,80% p.a. Rezervu v pláne spolu s názorom expertov považuje dlžník za akceptovateľný nástroj na zníženie úverového rizika vyplývajúceho z variabilnej úrokovej sadzby.

Chcel by som však upozorniť na to, že nástroje používané v manažmente akýchkoľvek rizík nie je možné považovať za všeliek, ktorý spraví svet bezpečnejším. Tieto nástroje vychádzajú z určitých predpokladov a optimalizačných techník, ktoré sú výsledkom tvorivej ľudskej činnosti. Nástroj ako určitý model riešenia dokáže postihnúť širokú časť reality, ale určité aspekty reálneho prostredia musí zohľadniť v zjednodušenej podobe (tým dochádza ku vzniku rizika modelu). Musím však podotknúť, že aj keď sú tieto nástroje veľmi užitočné a dokážu v určitej miere eliminovať dané faktory rizika, ale v dôsledku zjednodušovania reality nikdy nie sú a asi ani nebudú

100%-ne dokonalé. Navyše efektívnosť použitia takýchto nástrojov je ovplyvnená zručnosťami, motiváciou a prístupom ľudí, ktorí ich pri svojej práci využívajú. Nákup drahého vybavenie je nepostačujúce, ak v podniku nebude niekto, kto výhody takéhoto zariadenia nedokáže využiť v prospech podnikateľského subjektu. Výber a zaškolenie pracovníkov sa tak môže stať limitom na efektívne využívanie nástrojov, ktoré majú slúžiť na manažovanie aj napr. úverového rizika.

Ako som naznačil v kapitole Klasifikácia riziká, existuje veľké množstvo druhov rizík, na ktoré musí podnikateľský subjekt pri svojej každodennej činnosti prihliadať. V danej situácii zvyčajne nevystupujú vždy všetky druhy rizík, resp. nemusia vystupovať s rovnakou intenzitou. Je potrebné však počítať s tým, že v určitom časovom horizonte dochádza k zmene zloženia množiny rizík, ktorým je podnikateľský subjekt vystavený, a k zmene intenzity pôsobenia jednotlivých druhov rizík v rámci danej množiny. Táto skutočnosť potvrdzuje opodstatnenosť monitoringu úverového rizika ako jednej zo súčastí manažmentu rizík.

Vzhľadom nato, že predmetom môjho skúmania je úverové riziko z pohľadu dlžníka, sústredím sa pri procese znižovania rizika na samotné úverové riziko a na jeho faktory. Zmyslom tejto kapitoly je poukázať na prístupy aplikovateľné v hospodárskej praxi, ktoré sa dajú v rámci manažmentu rizika pri jednotlivých faktoroch úverového rizika uplatniť.

**Nástroje, aké pri manažovaní úverového rizika navrhujem aplikovať, sú zamerané na elimináciu resp. zníženie negatívnej odchýlky medzi plánovanou dlhovou službou a skutočnou dlhovou službou, a to so snahou o minimalizáciu nákladov potrebných na manažovanie úverového rizika. Nástroje, ktoré pri manažovaní úverového rizika navrhujem použiť, majú za cieľ manažovať faktory úverového rizika tak, aby boli ich finančné dopady na dlžníka čo najnižšie, alebo aby bol ich vplyv úplne vylúčený. Pri faktoroch úverového rizika, ktoré neumožňujú úplné vylúčenie ich dôsledkov a je potrebné poznať ich očakávané hodnoty v budúcnosti, predikujem ich vývoj využitím finančného plánovania, matematicko-štatistických metód, expertných metód a empirie (napr. expertné metódy).**

**Zapojenie empirie a využívanie názorov expertov je pri úverovom riziku veľmi dôležité, nakoľko nemáme špecifické ukazovatele na jeho meranie. Vo svojej práci som za účelom merania rizika aplikoval prístup k riziku ako odchýlke dosiahnutej hodnoty od očakávanej a teda plánovanej hodnoty. Týmto prístupom viem následne vypočítať, aký dopad má za daných podmienok príslušný faktor úverového rizika na dlžníka, nakoľko sa prejaví prostredníctvom nákladov na úver na disponibilných peňažných zdrojoch dlžníka.**

Riešenia manažmentu jednotlivých faktorov úverového rizika a použitie nástrojov na ich elimináciu budú v tejto kapitole len naznačené na objasnenie,

nakolko cieľom tejto práce nie je vysvetliť princípy jednotlivých nástrojov<sup>71</sup>. Konkrétna analýza úverového rizika a aplikácia nástrojov manažmentu úverového rizika bude demonštrovaná v aplikačnej časti tejto práce, ktorá lepšie objasní ich možné použitie.

### 2.3.1. Výška úveru

Ako som uviedol vyššie, tento faktor úverového rizika je potrebné riešiť v dvoch rovinách - z pohľadu potenciálu a sily podnikateľského subjektu a z pohľadu finančnej štruktúry podniku.

#### 2.3.1.1. *Potenciál a sila podnikateľského subjektu*

Každý podnikateľský subjekt má určitú veľkosť, a tú môžeme merať vo vzťahu k iným subjektom napr. výškou bilančnej sumy, ročnými tržbami a pod. Principiálnou otázkou je, či podnik dokáže generovať peňažné toky v takej výške, aby mohol daný úver bez akýchkoľvek ťažkostí splácať a zároveň, aby splácanie úveru neobmedzilo minimálne jeho obnovovacie investície. Z pohľadu výsledovky, resp. tokov hotovosti je dôležité analyzovať, či potenciál dlžníka je dostatočný na to, aby mohol splácať úroky z úveru a splátky istiny, t.z. aby bol schopný splácať dlhovú službu pri danej úrokovej sadzbe a danom splátkovom kalendári.

Tento pohľad na výšku úveru je pohľad dynamický a pozerá sa na úver ako na dlhovú službu, ktorú je potrebné v jednotlivých obdobiach plniť. Z hľadiska zníženia úrovne rizika, resp. stanovenia správnej výšky úveru tu rozhodujúcu úlohu zohráva plánovanie podnikateľského subjektu, a to na celú dobu trvania úverového vzťahu. Platí to ako pri dlhodobých, tak aj pri krátkodobých úverových vzťahoch.

Podnikateľský subjekt by mal s určitou pravdepodobnosťou vedieť odhadnúť, či dokáže hrať dlhovú službu, a to porovnaním jeho podnikových plánov hotovostných tokov s dlhovou službou. Takéto plánovanie je potrebné robiť minimálne s takou časovou frekvenciou, s akou sú hradené úroky z úveru a istina (plánovanie až na mesačnú bázu pri mesačnom splácaní úrokov a istiny). Týmto spôsobom si podnikateľský subjekt overí, či dokáže hrať dlhovú službu v každom časovom okamžiku a redukuje možnosť vzniku nepríjemných prekvapení. Kontroluje tak, či veľkosť úveru je primeraná jeho očakávaným tokom hotovosti a či zodpovedá jeho potenciálu. Je zrejmé, že plánovanie sa robí s určitými predpokladmi, avšak pri zapracovaní rezerv do podnikových plánov sa zvyšuje šanca subjektu na úspešné splatenie úveru. Kvalita plánovania je práve tým správnym nástrojom, ako tento faktor úverového rizika úspešne zredukovať na prijateľnú mieru.

---

<sup>71</sup> vid' napr. Vlachynský, K. a kol. 1996. *Finančný manažment*. Bratislava: ELITA, 1996.

Pritom si je dôležité uvedomiť, že závislou premennou je úver a podmienky úveru, a nie plán podniku, t.z. úver a jeho výšku je potrebné prispôbiť a zladíť s plánom podniku, a nie naopak.

Na zistenie, či čisté príjmy v danom roku postačujú na úhradu dlhovej služby, môže subjekt využiť napríklad nasledovný spôsob výpočtu plánu hotovostných tokov:

+ Prevádzkové výnosy  
- Prevádzkové náklady  
- Úroky z úveru  
**= VH pred zdanením**

- Daň z príjmov 19%  
**= VH po zdanení**

+ Odpisy  
- Rezerva  
**= Hotovostný tok brutto**

- Splátka istiny  
**= Hotovostný tok netto**  
(VH = výsledok hospodárenia)

V prípade projektového financovania sa v praxi bežne používa koeficient krytia dlhovej služby za rok, ktorý je známy pod skratkou DSCR („debt service coverage ratio“) a udáva sa v percentách p.a.:

$$\text{DSCR \%} = \frac{\text{Hotovostný tok brutto + úroky z úveru}}{\text{Splátka istiny + úroky z úveru}} * 100$$

Jeho minimálna požadovaná úroveň v danom roku je 100%. Hodnoty DSCR nad 100% udávajú, aká veľká rezerva hotovosti by mala zostať po úhrade dlhovej služby. V prípade, ak hodnota DSCR v danom roku nedosahuje úroveň 100%, znamená to, že dlžník v danom roku negeneruje dostatok peňažných prostriedkov na úhradu dlhovej služby. V danom roku musí preto dlžník použiť naakumulované zdroje hotovosti z predchádzajúcich rokov (ak je to možné) alebo musí vyriešiť ich získanie z iných zdrojov (napr. krátkodobá pôžička od akcionárov, ktorá bude splatená z prebytkov na nasledovných rokoch). Druhú alternatívu je však úspešne možné použiť len vtedy, keď je celkový DSCR na dobu trvania úveru vyšší ako 100% (t.z. dlžník vygeneruje kumulatívne viac peňažných prostriedkov, ako je kumulovaná dlhová služba počas trvania úveru), v opačnom prípade dôjde k rastu zadlženosti projektu.

Pomocou koeficientu DSCR je možné simulovať, ako vyplývajú zmeny v trhových podmienkach na schopnosti dlžníka splácať úver. Tento koeficient sa používa často pri projektovom financovaní, kedy sa skúmajú zmeny

parametrov úveru a projektu a hľadá sa optimálny variant, ktorý odzrkadľuje očakávaný vývoj na trhu a zároveň obsahuje dodatočné rezervy pre prípad neočakávaných výkyvov.

Za účelom dosiahnutia vyššej miery spoľahlivosti plánu hotovostných tokov ako nástroja na posúdenie schopnosti splácať daný úver, ekonomická teória ale aj hospodárska prax odporúča vypracovať dva (realistický a pesimistický) resp. tri (realistický, pesimistický a optimistický) varianty plánu hotovostných tokov. Podnikateľský subjekt tak môže vzhľadom na zmeny v trhovom prostredí posúdiť aj krajné varianty daného podnikateľského zámeru, ktoré odrážajú veľmi negatívny resp. pozitívny vývoj. Z pohľadu manažovania úverového rizika je dôležitý pesimistický variant, ktorý odráža schopnosť splácať dlhovú službu v prípade nepriaznivého vývoja a predstavuje akúsi hranicu.

Príklad:

<b>Výška úveru:</b>	6 000 000 EUR
<b>Úroková sadzba p.a.:</b>	5,0%
<b>Doba trvania:</b>	3 roky
<b>Splácanie úveru:</b>	rovnomé ku koncu roka

	Rok 1	Rok 2	Rok 3
+ Prevádzkové výnosy	7 000 000 EUR	7 000 000 EUR	7 000 000 EUR
- Prevádzkové náklady	-5 000 000 EUR	-5 000 000 EUR	-5 000 000 EUR
- Úroky z úveru	-300 000 EUR	-200 000 EUR	-100 000 EUR
<b>= HV pred zdanením</b>	<b>1 700 000 EUR</b>	<b>1 800 000 EUR</b>	<b>1 900 000 EUR</b>
- Daň z príjmov 19%	-323 000 EUR	-342 000 EUR	-361 000 EUR
<b>= HV po zdanení</b>	<b>1 377 000 EUR</b>	<b>1 458 000 EUR</b>	<b>1 539 000 EUR</b>
+ Odpisy	1 000 000 EUR	1 000 000 EUR	1 000 000 EUR
- Rezerva 5%	-350 000 EUR	-350 000 EUR	-350 000 EUR
<b>= Hotovostný tok brutto</b>	<b>2 027 000 EUR</b>	<b>2 108 000 EUR</b>	<b>2 189 000 EUR</b>
- Splátka istiny	-2 000 000 EUR	-2 000 000 EUR	-2 000 000 EUR
<b>= Hotovostný tok netto</b>	<b>27 000 EUR</b>	<b>108 000 EUR</b>	<b>189 000 EUR</b>
Zostatok úveru	4 000 000 EUR	2 000 000 EUR	0 EUR
<b>DSCR p.a.</b>	<b>101%</b>	<b>105%</b>	<b>109%</b>

Vo vyššie uvedenom príklade podnikateľský subjekt vypracoval svoj plán nákladov a výnosov na celú dobu trvania úveru. Z princípu opatrnosti zahrnul do výpočtu taktiež rezervu vo výške 5% z výnosov, ktorá bola stanovená empiricky na základe predchádzajúcich rokov podnikania.

*Na základe uvedeného plánu možno konštatovať, že podnikateľský subjekt má z pohľadu predpokladaných tokov hotovosti (pre zjednodušenie neberiem do úvahy akruálny princíp účtovníctva) dostatočný potenciál na úhradu dlhovej služby, avšak mal by zvážiť výšku úveru vzhľadom na generovanie rezervy na obnovovacie investície. Koeficient DSCR pre daný úver je vyšší ako 100% počas celej doby splácania úveru, takže podnikateľský subjekt generuje v každom roku dostatok peňažných prostriedkov na úhradu dlhovej služby. Na zváženie je dostatočnosť zahrnutej rezervy, ktorá by mala reflektovať uhrádzanie pohľadávok od odberateľov, resp. iné nepredvídateľné okolnosti majúce dopad na hotovostné toky.*

### **2.3.1.2. Finančná štruktúra podnikateľského subjektu**

Druhý pohľad na vhodnú veľkosť úveru pre dlžníka je cez bilanciu, konkrétne cez štruktúru pasív podnikateľského subjektu. Z tohto pohľadu je potrebné skúmať pomer vlastných a cudzích zdrojov krytia majetku. V rámci teórie finančného manažmentu bolo rozpracovaných niekoľko teoretických prístupov k riešeniu problému, ako určiť optimálny pomer vlastných a cudzích zdrojov podnikateľského subjektu. Možno spomenúť napr. tradicionalistický prístup, klasickú školu, model Miller-Modigliani. Cieľom tejto práce nie je objasniť jednotlivé prístupy, ako určiť optimálnu štruktúru vlastných a cudzích zdrojov, ale len poukázať na nutnosť zaoberať sa touto otázkou pri úverovom rozhodovaní. Finančná štruktúra by mala zohľadňovať faktory ako situácia v odvetví, možnosti na finančných trhoch, činnosť podnikateľského subjektu, možnosť získať vlastné zdroje a pod. Túto problematiku musí riešiť na úrovni vrcholového vedenia každý podnikateľský subjekt. Cieľom je dosiahnuť takú finančnú štruktúru, ktorá zabezpečí subjektu stabilitu v danom trhovom prostredí pri vynaložení optimálnych nákladov.

Pri úveroch, ktoré slúžia na financovanie investičných projektov, banky často označujú maximálnu sumu úverov pomerom pod skratkou LTC („Loans To Costs“), čo vyjadruje pomer úverových zdrojov k celkovým kapitálovým výdavkom projektu:

$$\text{LTC \%} = \frac{\text{Úverové zdroje}}{\text{Kapitálové výdavky}} * 100$$

Zvyšnú časť, t.z. 100% - LTC %, predstavujú vlastné zdroje dlžníka a podriadené úverové zdroje ako sú mezzanine úvery.

Podnikateľský subjekt by si vždy mal zhodnotiť, ako bude vyzerat jeho štruktúra pasív po prijatí daného úveru a aký dopad bude mať nová štruktúra na jeho činnosť (napr. preúverovanie podniku môže mať za následok to, že banky budú požadovať za svoje úvery vyššie úrokové sadzby, čo sa premietne do jeho rentability).

Príklad:

Súvaha k 31.12.			
SA	20	VI	5
OM	10	DD.Z	15
		KD.Z	10
<b>AKT</b>	<b>30</b>	<b>PAS</b>	<b>30</b>

Vyššie uvedená tabuľka predstavuje skrátenú súvahu fiktívneho výrobného podniku. Z hľadiska štruktúry je dodržané zlaté bilančné pravidlo, aj keď by mal podnik zvážiť možnosti získať dodatočné vlastné zdroje (v súčasnosti je podiel vlastných zdrojov 17%). Na slovenské podmienky má však podnik ešte stále akceptovateľnú finančnú štruktúru.

Ak by však tento podnik zvažoval finančnú investíciu napr. vo výške 20 p.j. a jej 100%né financovanie dlhodobým investičným úverom, je veľmi pravdepodobné, že by banka požadovala dodatočné vlastné zdroje. Pri 100%nom externom financovaní by podiel vlastného imania klesol na úroveň 10%, čo je vzhľadom na výrobnú činnosť podniku nízky podiel. S 90%ami cudzích zdrojov by bol podnik vnímaný ako preúverovaný.

Na záver môžem skonštatovať, že predtým, ako dlžník prijme nový úver, je potrebné, aby si zvážil, aký dopad bude mať čerpanie úveru ako na jeho hotovostné toky, tak aj na finančnú štruktúru. Výška úverového rizika ovplyvňuje ako dynamickú, tak aj statickú stránku finančnej situácie dlžníka. Túto problematiku však musí riešiť pred prijatím úverových prostriedkov. Len tak môže zabezpečiť, že dokáže eliminovať faktor výšky úveru úverového rizika.

#### **Nástroje a postupy (pre faktor Výška úveru):**

- finančné plánovanie hotovostných tokov až na úroveň frekvencie splácania dlhovej služby, aby dlžník dokázal odhadnúť, či je schopný v jednotlivých obdobiach kryť dlhovú službu;
- analýza veľkosti úveru vo vzťahu k veľkosti podnikateľského subjektu. Analýza výšky úveru vo vzťahu k finančnej štruktúre podniku, zohľadnenie nákladov na kapitál pri danej finančnej štruktúre;
- analýza výšky dlhovej služby vo vzťahu k hotovostnému toku a vo vzťahu na generovanie rezerv na obnovovacie investície;
- plán hotovostných tokov spracovať min. v dvoch scenároch - realistický a pesimistický (analýza citlivosti);
- využitie nástrojov poistného trhu na poistenie úveru dlžníkom.

#### **2.3.2. Úroková sadzba**

Pri analýze úrokovej sadzby je potrebný pohľad z dvoch strán - zo strany absolútnej výšky úrokovej sadzby a z hľadiska skladby úrokovej sadzby.

Pri pohľade na úrokovú sadzbu ako na absolútnu číselnú veličinu nás zaujíma celková výška úrokovej sadzby, ktorá predstavuje cenu požičania peňazí na určité obdobie. Zvyčajne sa uvádza v percentuálnom vyjadrení na ročnej báze (napr. 5,25% p.a.). Výška úrokovej sadzby nám hovorí, koľko budeme musieť zaplatiť za získanie úverových zdrojov počas trvania úverového vzťahu, a to bez zohľadnenia daňového štítu. Výška úrokovej sadzby prostredníctvom nákladových úrokov priamo vstupuje do našich nákladov, aj keď je potrebné zohľadniť pozitívny vplyv daňového štítu, nakoľko nákladové úroky bývajú daňovo uznateľným nákladom (uznateľnosť nákladových úrokov býva pri úveroch medzi hospodársky prepojenými subjektmi obmedzená). Napriek tomu je však potrebné skúmať jej výšku, ktorá nám hovorí o tom, koľko peňažných prostriedkov musíme na krytie úrokov za úver vynaložiť. Znovu je potrebné porovnanie s podnikovým plánom hotovostných tokov, nakoľko musíme poznať, pri akej úrokovej sadzbe ešte dokáže podnikateľský subjekt, resp. projekt splácať úroky.

Pri pohľade na skladbu úrokovej sadzby je potrebné analyzovať, ako sa daná úroková sadzba stanovuje. Zvyčajne možno úrokovú sadzbu rozložiť na dve časti - báza úrokovej sadzby a marža veriteľa (toto delenie je zreteľné najmä pri bankových úveroch).

**Marža veriteľa** predstavuje jeho zisk a býva odrazom ako situácie na trhu, tak aj ohodnotenia bonity dlžníka a výšky úverového rizika. Jej výška nie je zvyčajne explicitne legislatívne upravená a závisí na dohode veriteľa a dlžníka. Pre dlžníka zvyčajne predstavuje riziko hlavne z pohľadu je výšky, nakoľko ovplyvňuje jeho celkové úrokové náklady. Zvyčajne býva stanovená ako fixná a tým dlžník neznáša riziko jej možnej zmeny. Dokáže ju zvyčajne presne kalkulovať.

**Báza úrokovej sadzby** môže byť stanovená ako fixná alebo variabilná. V prípade, že je stanovená ako fixná na dobu trvania úverového vzťahu, nenesie dlžník riziko zmeny úrokovej sadzby. Tým môže presne určiť výšku splatných úrokov v jednotlivých obdobiach, čo veľmi pomáha najmä pri plánovaní dlhodobých investičných akcií. Pri variabilnej úrokovej sadzbe dokáže dlžník výšku úrokov len odhadovať a mal by do svojho plánovania zakalkulovať určitú rezervu pre prípad rastu variabilných úrokových sadzieb. Znamená to, že na seba preberá úverové riziko v podobe zmeny výšky úrokovej sadzby v tom, že skutočná úroková sadzba bude iná ako plánovaná, t.z. dôjde k odchýlke medzi plánom a skutočnosťou. Vývoj variabilných úrokových sadzieb je podriadený trhovému vývoju, zásahom štátu, vývoju národnej ekonomiky a pod., avšak na základe historických údajov sa dá odhadnúť určité amplitúdy výkyvov a prognózovať vývoj úrokových sadzieb do budúcnosti. Je však potrebné kombinovať matematicko-štatistické metódy prognózovania s metódami expertnými.

### Príklad:

Dlžník má záujem získať 1-ročný prevádzkový úver na báze úrokovej sadzby 12M EURIBOR. Banka poskytujúca úver odhaduje, že úroková sadzba aktuálne vo výške 1,5% p.a. nepresiahne v budúcom roku hodnotu 2,0% p.a. Dlžník si však chce overiť tento predpoklad na základe historického vývoja úrokovej sadzby za posledných 5 rokov, pričom pre jednotlivé roky zbral aritmetický priemer úrokovej sadzby v danom roku.

Zvolil si metódu priemernej úrokovej sadzby pri progresívnom rozdelení pravdepodobnosti.

<u>Rok</u>	<u>Priem.výška sadzby p.a.</u>	<u>Pravdepodobnosť</u>
1	4,5%	5%
2	4,0%	10%
3	2,5%	15%
4	1,4%	30%
5	1,3%	40%

Priemerná vážená úroková sadzba: 1,94 % p.a.

Na základe potvrdenie prognózy banky sa dlžník rozhodol pre úver s úrokovou sadzbou na báze 12M EURIBOR.

Prognózovanie vývoja však skrýva vysokú mieru subjektivity a pri variabilnej úrokovej sadzbe dlžník na seba preberá riziko jej zmeny. Na trhu však existujú nástroje a postupy, ktoré môže dlžník pri riadení rizika zmeny úrokovej sadzby využiť. Použitie určitých finančných nástrojov (napr. „úrokový cap“) je však limitované ich dostupnosťou na finančnom trhu, cenou, obchodovanými objemami.

Nakoľko úroková sadzba ma jednoznačne kvantifikovateľný dopad na peňažné prostriedky dlžník, je vhodné pri použití variabilnej úrokovej sadzby aplikovať meranie rizika, ktoré môže slúžiť ako podklad pre rozhodovanie o kúpe vhodného hedgingového nástroje (napr. úrokový cap).

### **Nástroje a postupy:**

- Využitie nástrojov finančného trhu - úrokový swap, úrokový cap, dohoda o budúcej úrokovej miere, „forward forward loan / deposit“, úrokové termínové zmluvy a pod.,
- prenesenie úrokového rizika na tretiu osobu napr. poskytnutím pôžičky s rovnakou výškou a s rovnakou bázou úrokovej sadzby. Tento princíp využívajú pri svojej činnosti banky v rámci „manažmentu aktív a pasív“;
- pri variabilnej úrokovej báze - zakalkulovanie dostatočnej rezervy do finančných plánov pre prípadný rast úrokových sadzieb;
- prognózovanie vývoja úrokovej sadzby na základe rozdelenia pravdepodobnosti pri overení výsledku inou metódou (napr. názor expertov) za účel dosiahnutia vyššej objektívnosti;

- využívanie fixnej úrokovej bázy najmä pri dlhodobých investičných akciách;
- dohoda medzi veriteľom a dlžníkom, že v prípade rastu variabilnej úrokovej sadzby nad určitú hranicu sa báza úrokovej sadzby zmení z variabilnej na fixnú.

### 2.3.3. Inflácia

Dopad tohto rizikového faktora sa nedá jednoznačne určiť, nakoľko môže mať pre dlžníka pozitívne i negatívne dôsledky. Z hľadiska úverového rizika vystupuje do popredia najmä otázka rastu úrokovej sadzby v dôsledku inflácie a tým zvyšovanie úrokových nákladov dlžníka. Riziko existuje predovšetkým pri variabilných bázach úrokových sadziieb. Problematika rizika variabilných úrokových sadziieb bola načrtnutá v kapitole 13.2.

Inflácia sa samozrejme dotýka aj aktívnej strany bilancie dlžníka, kde dochádza k tvorbe výsledku hospodárenia. Analyzovať je potrebné predovšetkým aktíva, ktoré generujú hotovostné toky, a to najmä vo vzťahu k dlhovej službe podniku. Problém môže nastať napr. v situácii, keď v dôsledku inflácie dochádza k rastu úrokových nákladov (báza úveru je stanovená ako variabilná), avšak k inflačnému rastu tržieb nedochádza (napr. v dôsledku konkurenčného tlaku na ceny produktov na danom trhu), čo znižuje krytie dlhovej služby hotovostným tokom. Z toho dôvodu je vhodné, ak aj v prípade inflácie platí určité pravidlo expozície vplyvu inflácie.

Ak v dôsledku inflácie rastu náklady podnikateľského subjektu, rovnako by mali rásť aj výnosy. Ak má podnikateľský subjekt pasíva vystavené inflačnému riziku, podobne by sa mali správať aj im zodpovedajúce aktíva (napr. inflačné doložky pri predaji tovaru). Týmto spôsobom môžu podniky redukovat negatívny vplyv inflácie na svoje podnikanie.

#### Príklad:

*Uvažujme podnikateľský subjekt, ktorý má 5-ročný bankový úver s variabilnou úrokovou sadzbou, splácanie istiny je v jednej sume po piatich rokoch. Podnik ráta s odpredajom realizovaného projektu do piateho roku s následným splatením istiny bankového úveru:*

Úver:	1.000 p.j.
Úroková sadzba:	1-mesačný IBOR + marža 2,0% p.a.
Splátka istiny p.a.:	1. - 4. rok 0 p.j., 5.rok 1.000 p.j.

#### Rok 1

Prevádzkový VH:	50 p.j.
Úroková sadzba:	$2,0\% + 2,0\% = 4,0\% \text{ p.a.}$
Úrok:	$= 1.000 \text{ p.j.} \times 4,0\% = 40 \text{ p.j.}$

V roku 1 podnik generuje dostatok peňažných prostriedkov na úhradu dlhovej služby (krytie 125%).

#### Variant 1

Predpokladajme, že v roku 2 sa v dôsledku vyššej inflácie zvýšia variabilné úrokové sadzby IBOR o 1,5% p.a., avšak prevádzkový VH v dôsledku rastúcej konkurencii zostane nezmenený.

#### Rok 2

Prevádzkový VH: 50 p.j.  
Úroková sadzba:  $3,5\% + 2,0\% = 5,5\%$  p.a.  
Úrok:  $= 1.000 \text{ p.j.} \times 5,5\% = 55 \text{ p.j.}$

Dôsledkom úverového rizika, konkrétne faktoru inflácie dôjde k takému rastu úrokovej sadzby, že dlžník nie je schopný splácať úroky z úveru. Riešením pre dlžníka mohlo byť napr. voľba fixnej úrokovej bázy na obdobie 5 rokov.

#### Variant 2

Predpokladajme, že v roku 2 sa v dôsledku vyššej inflácie zvýšia variabilné úrokové sadzby IBOR o 1,5% p.a. Podnikateľský subjekt je zároveň schopný preniesť rast cien na svojich odberateľov. Jeho prevádzkové náklady zostanú nezmenené.

#### Rok 2

Prevádzkový VH:  $500 \text{ p.j.} \times 1,015 - 450 \text{ p.j.} = 57,5 \text{ p.j.}$   
Úroková sadzba:  $3,5\% + 2,0\% = 5,5\%$  p.a.  
Úrok:  $= 1.000 \text{ p.j.} \times 5,5\% = 55 \text{ p.j.}$

Aj keď dlžník z dôvodu úverového rizika, konkrétne inflačného faktora bude znášať vyššie úroky spôsobené použitím variabilnej úrokovej sadzby, použitím inflačnej doložky pri kontraktach s odberateľmi sa mu podarilo dodatočné náklady preniesť na svojich odberateľov a tým eliminovať svoje úverové riziko.

#### **Nástroje a postupy:**

- používanie inflačnej doložky pri aktívach, ktoré sú z daného úveru financované (napr. nájomné za objekt upravované o infláciu v prípade, ak je daný objekt financovaný z úveru s variabilnou úrokovou sadzbou);
- zahrnúť do podnikových plánov faktor inflácie a dostatočné rezervy;
- využívanie fixných úrokových sadzieb, resp. nástrojov na odstránenie rizika rastu úrokových sadzieb (viď kapitola 2.3.2)

#### **2.3.4. Doba trvania úverového vzťahu**

Pri dobe trvania úverového vzťahu je potrebné analyzovať, ako podnikateľský subjekt dodržiava vo svojej bilancii zlaté bilančné pravidlo, t.z. ako cudzie zdroje časovo a objemovo zodpovedajú príslušným aktívam. Ak uvažuje subjekt nad prijatím úveru, tak tento úver by mal mať minimálne takú celkovú dobu splatnosti, ako je doba používania aktív, na financovanie ktorých slúži. Pri



### Nástroje a postupy:

- analýza primeranosti doby úveru k aktívu, na krytie ktorého tento úver slúži;
- analýza, ako sa zmena doby trvania úverového vzťahu prejaví na zmene dlhovej služby;
- porovnanie výšky dlhovej služby s hotovostnými príjmami financovaného aktíva za dané obdobie, využitie informácií z podnikového plánovania.

### 2.3.5. Menový kurz

Menový kurz ako faktor úverového rizika zohráva úlohu iba tých pri úverových vzťahoch, pri ktorých mena úveru nekorešponduje s príjmami dlžníka, ktoré majú slúžiť na úhradu dlhovej služby. Príkladom je prijatie úveru v USD spoločnosťou so sídlom v krajine Európskej únie, ak nemá príjme denominované v USD.

Podstata vzniku kurzového rizika vyplývajúceho z rôznych menových kurzov je veľmi podobná podstate rizika časového nesúladu medzi aktívami a pasívami. Kurzové riziko vzniká vtedy, ak aktív a pasív, resp. príjmy a výdavky sú denominovaných v rozdielnych cudzích menách. Vzniká pri nesúlade menových kurzov. Pri svojej analýze abstrahujem od translačného rizika, sústredím sa len na tú časť kurzového rizika, ktoré môže ohroziť reálne hotovostné toky podnikateľského subjektu.

Analyzovať a riadiť kurzové riziko je potrebné v dvoch rovinách:

- **Statická rovina**, t.z. porovnanie objemu v daných cudzích menách aktív a príslušných pasív, ktoré slúžia na ich krytie. Tento aspekt je dôležitý napríklad pri veľkých investíciách financovaných investičným bankovým úverom, emisiou obligácií a pod.. Takéto kurzové riziko sa vyskytne napr. pri kúpe výrobnej linky, kde dodávateľ fakturuje dodanie v USD a úver na kúpu daného aktíva je čerpaný v EUR. Dlžník ako odberateľ plne znáša kurzové riziko vyplývajúce z použitia rôznych cudzích mien.
- **Dynamická rovina**, t.z. analýza hotovostných tokov z hľadiska denominácie v cudzích menách. Pri tomto pohľade skúmame, či naše príjmy sú menovo kongruentné s výdavkami, napr. so splátkami istiny bankového úveru. Ak si zoberieme príklad z predchádzajúceho odstavca, dlžník na seba prijíma kurzové riziko aj v dynamickom aspekte, ak produkty vyprodukované výrobnou linkou predáva na britskom trhu za GBP, pričom jeho dlhová služba je splácaná v EUR.

Dôležité je si uvedomiť, že kurzové riziko môže znamenať pre dlžníka reálnu stratu, t.z. kurzové riziko vznikajúce pri použití rôznych cudzích mien môže spôsobiť, že dlžník nie je schopný hradiť svoju dlhovú službu. Dôvodom je skutočnosť, že pri zmene menového kurzu dochádza k odchýlke medzi plánovanými a skutočnými príjmami alebo nákladmi dlžníka. Dôsledkom môžu

byť nižšie výnosy, resp. vyššie náklady, následné zníženie výsledku hospodárenia a pokles peňažných prostriedkov dlžníka na úhradu dlhovej služby.

Príklad:

Uvažujme podnikateľský subjekt, ktorý si zobral na financovanie svojho investičného zámeru bankový úver. Z dôvodu vyšších úrokových sadziieb na úvery v EUR sa rozhodol pre financovanie v USD napriek tomu, že jeho príjmy sú v EUR. Jedná sa o neamortizujúci sa bankový úver, ktorý bude splatený jednorázovo na konci z predaja projektu investorom.

Výška úveru:	1.000.000,- USD
Doba splatnosti:	5 rokov
Úroková sadzba:	5,0% p.a.
Typ úrokovej sadzby:	fixná počas doby trvania úveru
Ročná dlhová služba:	50.000,- USD
Ročný čistý príjem (pred úrokmi):	35.000,- EUR

V dobe prijatia bankového úveru bol výmenný kurz 1,50 USD/EUR (pre zjednodušenie neuvažujeme o kurzoch nákup / predaj).

Ročný čistý príjem (pred úrokmi):	$35.000 \times 1,5 = 52.500,-$ USD
Krytie úrokov:	105%

Podnikateľský subjekt je v tomto prípade vystavený riziku zmeny menového kurzu, má otvorenú kurzovú pozíciu v dôsledku menovo nekongruentného financovania. Rizikom pre neho je depreciácia EUR voči USD nad určitý bod zlomu.

$$\text{Bod zlomu} = 50.000,- \text{ USD} / 35.000,- \text{ EUR} = 1,428 \text{ USD/EUR}$$

Rezerva podnikateľskému subjektu vystačí do momentu, kým EUR neoslabí pod úroveň 1,428 USD/EUR. V takomto prípade podnikateľský subjekt nebude mať dostatok prostriedkov na úhradu úrokov z úveru (abstrahujem od akumulovaných peňažných prostriedkov z predchádzajúcich rokov).

V prípade poklesu výmenného kurzu na úroveň 1,35 USD/EUR:

Ročný čistý príjem (pred úrokmi):	$35.000,- \text{ EUR} \times 1,35 = 47.250,-$ USD
Krytie úrokov:	94,5%

Riešením pre podnikateľský subjekt by bolo napr. dohodnutie menovej doložky v zmluvách so svojimi odberateľmi, kedy by príjmy sledovali vývoj menového kurzu USD/EUR.

**Nástroje a postupy:**

- menová kongruentnosť medzi úverom a financovaným aktívom ako v statickej, tak aj tokovej oblasti. Prenášanie rizika na odberateľov, resp. dodávateľov;
- využívanie nástrojov finančného hedgingu, ako napr. forwardové obchody, menové swapy, menové opcie;
- využívanie menových doložiek;
- zahrnúť do podnikových plánov vplyv menového kurzu a dostatočné rezervy.

### 2.3.6. Zabezpečenie úveru

Tento faktor úverového rizika patrí medzi tie, ktoré by sa dali označiť slovami „pre dlžníka extrémne nebezpečné“. Predstavuje totiž riziko, že v prípade nesplácania dlhovej služby dlžník môže prísť o aktíva, ktoré poskytol ako zabezpečenie veriteľovej pohľadávky. Často krát sa jedná o aktíva, ktoré sú jediným alebo hlavným zdrojom príjmov podnikateľského subjektu, resp. sú pre transformačný proces dlžníka nevyhnutné. Veriteľ sa totiž snaží zabezpečiť tým najlukratívnejším majetkom, aký má dlžník vo svojej bilancii. Na druhej strane však treba podotknúť, že je potrebné sa na zabezpečenie pozeráť aj z druhej strany, a tou je výška úveru, ktorý poskytuje dlžníkovi veriteľ. Zabezpečenie je vhodné vnímať relatívne, to znamená cez porovnanie výšky úveru, veľkosti subjektu a rozsahu zabezpečenia aktívami podnikateľského subjektu.

Zabezpečenie (napr. záložné právo na majetok dlžníka) sa využíva najmä pri dlhodobějších úverových vzťahoch a predovšetkým vo vzťahoch s bankami. Krátkodobé napr. dodávateľské úvery bývajú zväčša nezabezpečené.

Z pohľadu dlžníka je samozrejme primárne dôležité získanie prostriedkov na úhradu úveru, t.z. dlžník sa ma predovšetkým sústrediť na to, ako prijatý úver splatiť. Jeho pohľad na podnikateľský zámer by mal byť čisto komerčný cez hotovostné toky, a nie cez zabezpečenie. To znamená, že neuvažujeme o prípade, keď dlžník od počiatku nemá v úmysle splatiť svoj úverový záväzok a poskytne veriteľovi ako zabezpečenie aktíva, ktorých sa zamýšľal „zbaviť“. Pred uzatvorením úverovej zmluvy by mal dlžník zvážiť, aké aktíva poskytuje ako predmety zabezpečenia úverovej pohľadávky veriteľa a aký dopad má strata predmetu zabezpečenia na transformačný proces dlžníka.

Interval následkov straty aktív slúžiacich ako zabezpečené začína indiferentným dôsledkom na činnosť dlžníka (napr. subjekt zabezpečil úver výrobnou halou, v ktorej už medzičasom prestal vyrábať) a končí likvidáciou podnikateľského subjektu (napr. zabezpečenie úveru výrobnou linkou, ktorá je hlavným zdrojom príjmov dlžníka). Takáto situácia je síce extrémnou, nakoľko veriteľ sa môže rozhodnúť po dohode s dlžníkom na reštrukturalizácii úverového vzťahu. Je však reálna, a preto s ňou treba pri štruktúrovaní úveru počítať ako s krajným variantom.

Zabezpečenie úveru úzko súvisí s výškou úveru, nakoľko veritelia sa snažia zabezpečiť svoj úver vyššou sumou zabezpečení, ako je výška ich pohľadávky voči veriteľovi. Toto „prezabezpečenie“ má slúžiť ako rezerva pre prípady výkyvov trhových cien zabezpečujúceho hnutelného, resp. nehnuteľného majetku, na zaplatenie daní, poplatkov a pod. Je na vzájomnej pozícii a vyjednávacích schopnostiach dlžníka a veriteľa, k akej dohode ohľadne zabezpečení dospejú.

Špecifickým prípadom financovania býva projektové financovanie, kedy sa ako zabezpečenie úveru zvyčajne poskytujú všetky aktíva súvisiace s daným projektom. Financujúci subjekt tak na seba preberá riziko projektu a tomu zodpovedá aj štruktúra a objem zabezpečenia.

#### **Nástroje a postupy:**

- analýza možných dopadov na transformačný proces dlžníka, ktoré môže spôsobiť strata predmetov zabezpečenia v dôsledku realizácie zabezpečovacích práv veriteľom;
- snaha o minimálne zabezpečenie, čo však vyplýva z vyjednávacej pozície dlžníka pri štruktúrovaní úveru;
- zapojenie zabezpečení poskytnutých tretou stranou, ako je napr. materská spoločnosť (ručenie materskej spoločnosti, aval vlastnej zmenky, prístupenie k záväzku), štát (štátna záruka, podpora zo strany SZRB a pod.);
- poistenie úveru a postúpenie poistného plnenia v prospech veriteľa.

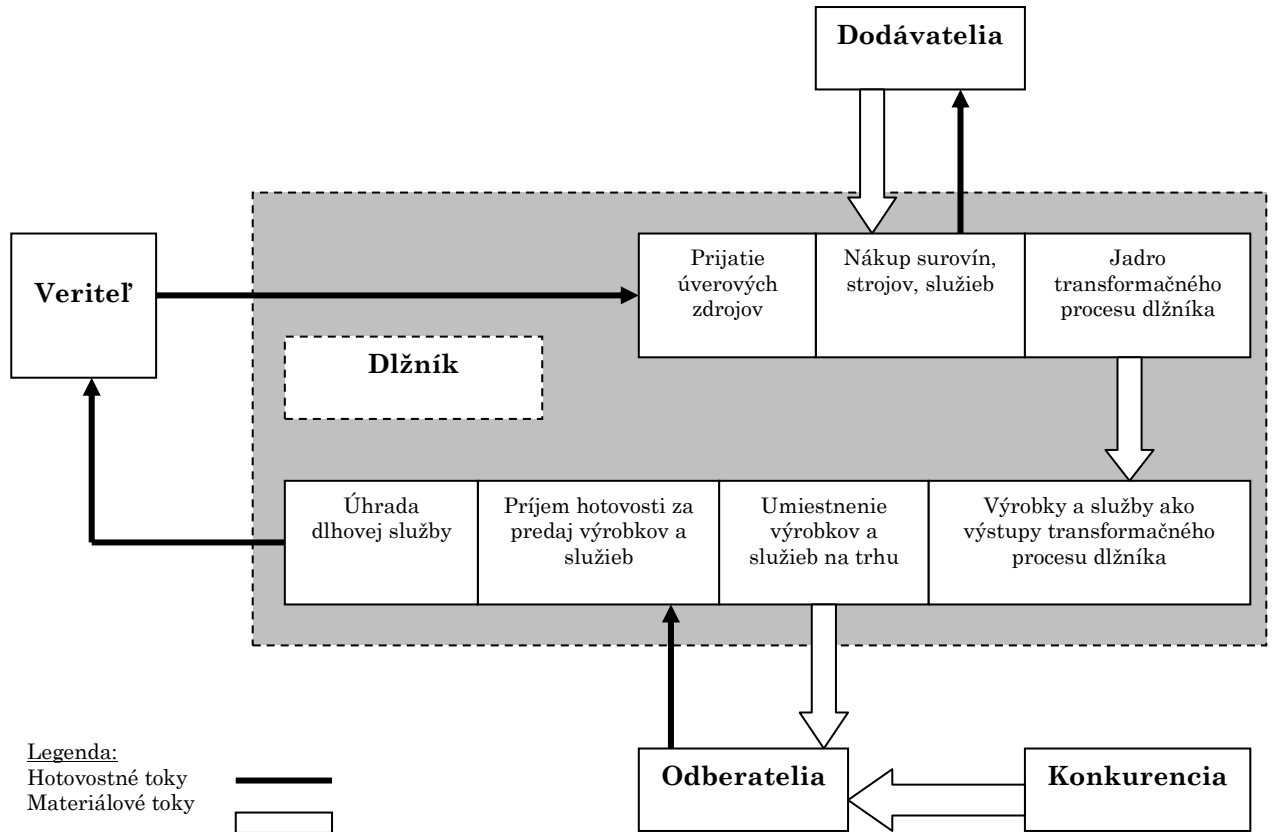
#### **2.3.7. Premena likvidných úverových prostriedkov na menej likvidnú formu**

Tento faktor úverového rizika súvisí s alokáciou voľných zdrojov do aktív a s rizikom podnikateľského zámeru. Zahŕňa predovšetkým riziko úspešnosti podnikateľského zámeru, t.z. či trh bude mať dostatočný záujem o výstupy transformačného procesu daného dlžníkovho zámeru a či za kúpu, resp. prenájom týchto výstupov uhradí príslušnú sumu peňažných jednotiek. Získané peňažné prostriedky následne dlžník použije na úhradu svojich úverových záväzkov.

Ak abstrahujeme od nutného záujmu odberateľov o produkty dlžníka (obchodná stránka transformačného procesu a predaja) a sústredíme sa na finančnú oblasť predaja, je potrebné skúmať tento faktor z hľadiska kolobehu a transformácie peňazí. Pri použití úverových prostriedkov dochádza k premene likvidných zdrojov na menej likvidnú formu, pričom zmyslom je získať predajom výstupov transformačného procesu väčšiu masu peňazí, ako na začiatku do procesu dlžník investoval. Hotovosť, ktorá smeruje od odberateľov, je používaná aj na úhradu dlhovej služby z úveru, ktorý poskytol veriteľ na financovanie určitých podnikateľských aktivít dlžníka.

Podstata tohto faktora úverového rizika spočíva v kvalite podnikateľského zámeru dlžníka, t.z. či dokáže generovať dostatok prostriedkov na úhradu dlhovej služby.

Znázornenie premeny úverových prostriedkov:



Obr. č.17

### Nástroje a postupy:

- jasná vízia o alokácii úverových prostriedkov, akceptovateľné riziko podnikateľského zámeru pre veriteľa a dlžníka;
- dôkladná analýza podnikateľského zámeru, ktorý má byť financovaný z úveru a ktorého hotovostné toky budú slúžiť na úhradu dlhovej služby;
- zhodnotenie úverového rizika odberateľov dlžníka, vylúčenie známych „notorických neplatičov“;
- dôsledné plánovanie podnikateľského zámeru dlžníka a zohľadnenie dostatočných rezerv v podnikateľskom pláne;
- využitie prostriedkov posilnenia vymáhateľnosti (napr. zmenka) vo vzťahoch k odberateľom.

### 2.3.8. Riziko vysporiadania

Tento faktor úverového rizika má „technický“ charakter, zvyčajne nie je závislý od vôľového konania. Pri analýze úverového rizika sa tento faktor týka najmä procesu vysporiadania pohľadávok a záväzkov formou peňažného plnenia.

Peňažné plnenie vo väčšine prípadov znamená plnenie prostredníctvom bezhotovostného bankového prevodu. Pri takýchto prevodoch však treba kalkulovať s určitým rizikom, v dôsledku ktorého požadovaná platba nemusí byť zrealizovaná. Skladá sa z dvoch zložiek:

- *zlyhanie technického a softwarového vybavenia* - k takémuto prípadu dochádza zriedkavo. Platobné prevody bývajú zálohované. Predpisy pre prevádzku takýchto systémov bývajú veľmi prísne, aby riziko zlyhania systému bolo čo najnižšie (napr. systém SWIFT);
- *zlyhanie ľudského faktora* - môže k tomu dôjsť napr. pri zadávaní faxových prevodných príkazov do elektronického systému. Ľudskou chybou môže byť do systému zadané napr. nesprávne číslo bežného účtu príjemcu, v dôsledku čoho môžu byť peňažné prostriedky prevedené na nesprávny účet. Vysporiadanie takéhoto omylu stojí čas a zvyčajne aj peňažné prostriedky.

Problém vysporiadania môže dlžníka ovplyvniť, aj keď sa nebude dotýkať priamo jeho transakcie úhrady dlhovej služby. Vo všeobecnosti má najväčší význam pre dlžníka z hľadiska jeho úverového vzťahu najmä vysporiadanie nasledovných peňažných transferov:

- poskytnutie peňažných prostriedkov veriteľom dlžníkovi pri čerpaní úveru,
- úhrada dlhovej služby dlžníkom veriteľovi,
- peňažné plnenie dlžníkovi od odberateľov, ktorých platby slúžia na krytie dlhovej služby z úveru.

Tento faktor však dlžník zvyčajne nemôže priamo ovplyvniť. Spolieha sa totiž na tretí subjekt (vo väčšine prípadov ide o banku), ktorý má daný prevod zrealizovať. Môže však spracovávať určité informácie, ktoré sú o daných subjektoch dostupné napr. vo verejných médiách, resp. využívať takého nástroje platobného styku, ktoré vykazujú nižšie riziko neuskutočnenia platby s požadovanými parametrami. Vyššie riziko môžu znamenať menej známe finančné inštitúcie, ktoré poskytujú pôžičky a nepodliehajú zákonu o bankách.

#### **Nástroje a postupy:**

- kalkulovať pri peňažných prevodoch s časovou rezervou pre prípad zlyhania systému na prevod peňažných prostriedkov;
- spolupráca s peňažnými ústavmi s dobrými referenciami;
- využívanie takých nástrojov platobného styku, pri ktorých je nižšia pravdepodobnosť zlyhania;
- v prípade problému pri vysporiadaní je potrebné okamžite upovedomiť svojho obchodného partnera, nakoľko takéto zlyhanie môže vyvolať reťazovú reakciu platobnej neschopnosti.

### 2.3.9. Systémové riziko

Faktor systémového rizika je svojich charakterom a dopadmi veľmi podobný s rizikom vysporiadania, avšak má širší dosah a inú príčinu vzniku. Jedná sa totiž o zlyhanie systému transferov peňažných prostriedkov na úrovni národnej ekonomiky, kedy sú transfery znemožnené administratívnym zásahom štátnej moci, ktorá môže napr. vyhlásiť menové a platobné moratórium. Nedochoádza k technickému zlyhaniu systému transferov peňažných prostriedkov, ale k zamedzeniu jeho fungovania rozhodnutím štátnych orgánov.

Tento jav sa objavuje najmä pri politicky nestabilných ekonomikách, kde dochádza k častým verejným nepokojom. Dlžník je tak ohrozený rovnako, ako v prípade rizika vysporiadania. Trvanie však môže mať dlhodobejšie. Kým dopad rizika vysporiadania je možné zvyčajne vyriešiť po odstránení technického problému (niekoľko hodín až niekoľko dní), systémové riziko môže pretrvávať aj niekoľko mesiacov. V krajnom prípade (napr. v prípade zoštátnenia majetku) môže dôjsť k strate peňažných prostriedkov.

#### **Nástroje a postupy:**

- analýza rizika krajín, prostredníctvom ktorých dlžník a jeho obchodní partneri realizujú peňažné transfery (napr. prostredníctvom ratingu krajiny vypracovaného renomovanými ratingovými agentúrami);
- poistenie politického rizika.

---

# OVERENIE VÝSLEDKOV TEORETICKÉHO VÝSKUMU

## Prípadová štúdia

---

**Cieľom tejto časti je overenie výsledkov teoretického výskumu a aplikovanie získaných poznatkov teórie rizika na prípadovej štúdií. Mojim zámerom je overiť navrhovaný prístup dlžníka k riešeniu problematiky úverového rizika na príklade výstavby a prevádzky administratívnej budovy.**

Projekt bude financovaný z vlastných zdrojov dlžníka a z dlhodobého bankového investičného úveru. Na tomto fiktívnom príklade sa pokúsim analyzovať jednotlivé faktory úverového rizika a navrhnúť nástroje, resp. postupy na redukovanie ich vplyvov.

### 3. Projekt „Administratívna budova Einsteinova“

Akciová spoločnosť ALFA bola založená 2 akcionármi v roku 1995 za účelom podnikania na trhu nehnuteľností so zameraním na Bratislavu a blízke okolie. Hlavným predmetom jej činnosti je realitná činnosť, ktorá bola neskôr doplnená o development<sup>72</sup> projektov. Zároveň spoločnosť pôsobí aj ako investor, t.z. zrealizované projekty si určitý čas ponecháva vo svojom portfóliu.

V súčasnosti má spoločnosť za sebou nie len množstvo realitných obchodov, medzi inými sprostredkovanie kúpy pozemkov pre obchodné reťazce, ale aj 2 projekty, kde spoločnosť pôsobila ako developer a investor.

Prvým projektom bola v roku 1998 kúpa a následná rekonštrukcia administratívnej budovy s prenajímateľnou plochou 2.100 m<sup>2</sup> v I. bratislavskom obvode. Financovanie projektu bolo zabezpečené prostredníctvom vlastných zdrojov a investičného bankového úveru. Po ukončení rekonštrukcie sa podarilo objekt plne prenajať a začiatkom roku 2000 predať rakúskej investorskej skupine.

Druhým ukončeným projektom bola výstavba bytového domu s 25 bytmi v Ružinove, ktorá sa uskutočnila v rokoch 2000 - 2002. Pozemok kúpila spoločnosť z vlastných zdrojov. Samotná výstavba bola realizovaná dodávateľským spôsobom, pričom financovanie výstavby prebiehalo vzhľadom na vysoký dopyt po bytoch cez predplatby od konkrétnych kupujúcich. V tomto prípade nebol použitý komerčný bankový úver. Všetky byty boli po kolaudácii odpredané a projekt bol úspešne ukončený.

Od úspešného završenia bytového projektu spoločnosť hľadala vhodný pozemok na svoj ďalší projekt. Začiatkom roku 2004 sa jej konečne podaril kúpiť lukratívny pozemok na Einsteinovej ulici o rozlohe 4.000 m<sup>2</sup>, ktorý má priame napojenie na mestskú komunikáciu, nachádzajú sa pri ňom všetky inžinierske siete a na základe platného územného plánu mesta je vhodný na výstavbu napr. administratívnej budovy. Spoločnosť ALFA a.s. pozemok zakúpila z vlastných zdrojov, pričom kúpe predchádzala pomerne dôkladná analýza situácie v segmente administratívnych priestorov, ktorá ukázala príležitosť na úspešnú realizáciu projektu administratívnej budovy.

Následne developer začal s prípravou projektu, ktorý by sa mal dostať do štádia výstavby koncom roka 2010.

---

<sup>72</sup> Pojmom „development“ sa vo všeobecnosti označuje činnosť, ktorej náplňou je vyhľadávanie investičných príležitostí na realitnom trhu, návrh koncepcie, príprava a realizácia projektov, zabezpečenie financovania projektov, následný prenájom resp. predaj. Ako „developer“ sa označuje subjekt venujúci sa developmentu. Úspešné projekty (napr. nákupné centrá, administratívne budovy) sa po fáze umiestnenia na trhu (zabezpečenia prenájmu a prevádzky) zvyčajne odpredávajú realitným investorom, ktorých zámerom je odkúpiť úspešné projekty na trhu. Developer pri predaji úspešného projektu za trhovú cenu realizuje svoj zisk z projektu. Niektoré podnikateľské subjekty vystupujú na trh v pozícii ako developera, tak aj investora, t.z. ich zámerom je zrealizovať projekt a následne ho ponechať v portfóliu.

### **3.1. Situácia na trhu s administratívnymi priestormi v Bratislave**

Realitný trh s projektmi v dôsledku najmä politickej situácie po roku 1998 ešte stále zaostáva za ostatnými krajinami strednej a východnej Európy. Developeri a investori boli v súvislosti s investíciami veľmi zdržanliví, čo sa prejavilo na veľmi nízkom počte realizovaných projektov. Tento vývoj sa samozrejme odzrkadlil aj v segmente administratívnych priestorov, pri ktorom ako o trhu môžeme hovoriť na 90% len o Bratislave.

Ponuka nových a moderných kancelárskych priestorov bola relatívne obmedzená a koncentrovala sa najmä v business centrách postavených na Prievozskej ulici a na Vajnorskej ulici. Ostatné kancelárske priestory zvyčajne nedosahovali úroveň požadovanú medzinárodnými spoločnosťami, ktorá je v západnej Európe bežná.

Do roku 2002 sa administratívne projekty nestavali špekulatívne, ale viac menej kopirovali dopyt po priestoroch. Výstavba budovy sa nezačínala skôr, kým nebol evidovaný určitý záujem o nájom priestorov. „Predprenájom“ bol jednou zo zásadných požiadaviek bánk na financovanie takýchto projektov. Výhodou takejto situácie bola skutočnosť, že na trhu nevznikal prebytok voľných a kvalitných kancelárskych priestorov, t.z. ponuka kopirovala dopyt. Táto situácia bola výhodná najmä pre developerov, keď konkurencia zo strany iných projektov bola obmedzená a tým nebol veľký tlak na znižovanie výšky nájmu. Nájomné bolo vo väčšine prípadov fixované na EUR a pohybovalo sa na úrovni okolo 15 EUR/m<sup>2</sup>/mesiac.

V dôsledku pozitívneho politického a ekonomického vývoja v posledných rokoch (OECD, EU, NATO, zlepšovanie ratingu SR, priame zahraničné investície) začal vzrastať záujem zahraničných investorov o podnikanie na Slovensku. Začínajú zakladať dcérske spoločnosti za účelom etablovania sa nielen na slovenskom trhu, ale aj s cieľom využiť centrálnu polohu Slovenska v rámci Európy. Z pohľadu trhu s nehnuteľnosťami dochádza k nárastu dopytu po kvalitných kancelárskych priestorov štandardu „A“.

Dopyt po priestoroch bol a je jasným signálom pre developerov. Na trh prichádza niekoľko veľkých administratívnych centier, ktoré svojim štandardom a veľkosťou získavajú rozhodujúci podiel na trhu. V dôsledku rastu ponuky kancelárskych priestorov štandardu „A“ (príchod veľkých business centier na relatívne malý bratislavský trh) sa však začínajú prejavovať známky nasycovania trhu, čo vedie v dôsledku boja o nájomcov k poklesu nájomného. Postupne začína atakovať psychologickú hranicu 10 EUR/m<sup>2</sup>/mesiac.

Veľkosť administratívnych komplexov (20.000 - 30.000 m<sup>2</sup>) v spojení s limitovanou absorpčnou schopnosťou bratislavského trhu s administratívnymi priestormi začína postupne deformovať trh. Výsledkom je nárast neobsadených kancelárskych priestorov, a to hlavne v budovách nižších kategórií. Začína sa taktiež prejavovať nevýhoda veľkých administratívnych

centier, ktoré svojim otvorením jednorázovo ponúknu relatívne malému trhu veľké množstvo prenajímateľnej plochy. Je zrejmé, že vzhľadom na svoju veľkosť potrebujú na obsadenie niekoľko veľkých nájomcov (5.000 - 10.000 m<sup>2</sup>), ktorí bývajú doplnení malými a strednými firmami.

Ekonomická kríza, ktorá sa začala v roku 2008 na hypotekárnom trhu v USA a v roku 2009 sa naplno prejavila aj na európskych trhoch, zasiahla samozrejme aj realitný trh s administratívnymi priestormi v Bratislave. Zníženie produkcie výrobných podnikov, obmedzenie činností firiem zo sektora služieb spôsobilo, že viacerí potenciálni nájomcovia začali prehodnocovať svoje potreby na kancelárske priestory z hľadiska plochy, času prevzatia priestorov a výšky nájmu. Na trhu začína chýbať dopyt po existujúcich voľných plochách a zvyšuje sa konkurenčný boj o každého nájomcu, čo sa odzrkadľuje na poklese nájmu pri referenčných „A“ priestoroch na úroveň 9 – 10 EUR/m<sup>2</sup>/mesiac.

Viaceré projekty, ktoré ešte neboli v štádiu získavania povolení, resp. v počiatočnom štádiu rozostavanosti, boli pozastavené a ich pokračovanie bolo odložené na neurčito. Podľa niektorých názorov tak pravdepodobne v dôsledku chýbajúcej ponuky pri obnovení dopytu môže nastať presne opačná situácia, ktorá môže vyústiť do rastu ceny nájmov.

Náš developer sleduje vývoj v tomto trhovom segmente od svojho založenia. Vzhľadom na jeden ukončený projekt má s administratívnymi priestormi aj reálnu skúsenosť. Uvedomuje si výhody a nevýhody veľkých administratívnych komplexov. S ohľadom na charakteristiky bratislavského trhu, aktuálnu trhovú situáciu a na svoje skúsenosti je presvedčený, že tým správnym riešením sú stredne veľké administratívne budovy s prenajímateľnou plochou 8.000 - 11.000 m<sup>2</sup>, ktoré majú výhodu nižších fixných nákladov oproti menším budovám, avšak svojou veľkosťou lepšie vyhovujú lokálnemu trhu ako veľké administratívne centrá. Tento názor developer sledoval aj pri výbere vhodného pozemku pre svoj projekt. Zároveň je presvedčený, že v čase dokončenia objektu nastane určité oživenie trhu s tým, že chýbajúca ponuka voľných priestorov umožní ľahšie a lepšie etablovanie projektu na trhu.

### **3.2. Parametre projektu**

Za účelom uskutočnenia projektu administratívnej budovy sa developer rozhodol, že založí čistú projektovú spoločnosť BETA s.r.o., cez ktorú sa bude projekt fyzicky realizovať a ktorej bude 100%ným vlastníkom. BETA s.r.o.<sup>73</sup> bude zároveň prijímateľom bankového úveru, prostredníctvom ktorého sa bude projekt spolufinancovať. Takýto developerský model sa bežne využíva vo svete, nakoľko poskytuje nasledovné výhody:

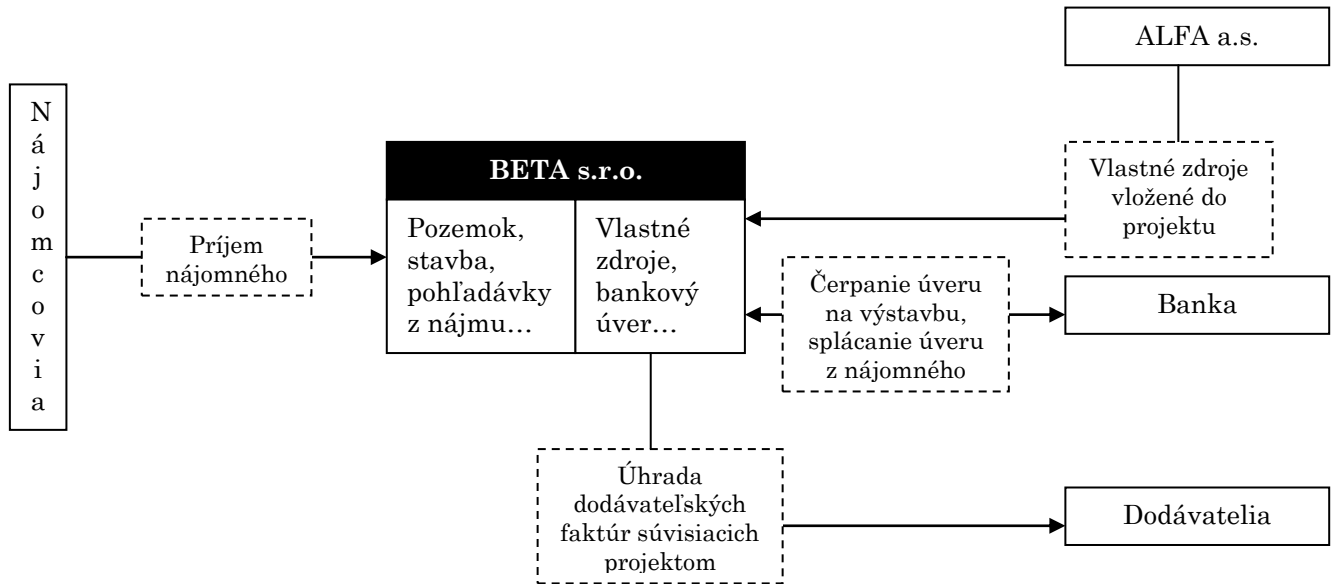
- ✓ odčlenenie projektu a tým aj jeho podnikateľského rizika od ostatných aktivít materskej spoločnosti;
- ✓ jasná a prehľadná štruktúra majetku projektu;

---

<sup>73</sup> Spoločnosť BETA s.r.o. slúži len na odčlenenie projektu od aktivít materskej spoločnosti, avšak z pohľadu manažmentu plne spadá pod materskú spoločnosť. Preto sa označenia „developer“ a „investor“ vzťahujú na obe spoločnosti ako skupinu, pokiaľ nie je uvedené inak.

- ✓ priame vymedzenie zdrojov financovania určených na projekt;
- ✓ jednoduchší a často krát preferovanejší predaj projektu ďalším investorom formou predaja projektovej spoločnosti.

Pri určovaní parametrov investičného projektu rešpektuje spoločnosť BETA základný model peňažných tokov:



Obr. č.18

### Pozemok a jeho využitie

Pozemok získala spoločnosť ALFA, ktorá ho pri založení dcérskej spoločnosti BETA vložila do jej základného imania v kúpnej cene 600.000 EUR (t.z. 150 EUR/m<sup>2</sup>). Pozemok je veľmi dobre situovaný a spĺňa požiadavky pre výstavbu kancelárskej budovy. Hraničí priamo s Einsteinovou ul., z čoho vyplýva bezproblémový prístup automobilmi, ako aj vynikajúca viditeľnosť z veľmi frekventovanej ulice. V blízkosti sa taktiež nachádza zástavka MHD, čo býva dôležité pre zamestnancov pracujúcich v budove.

Pozemok je nezastavaný, všetky inžinierske siete sú v dosahu. Územný plán umožňuje jeho využitie na výstavbu administratívnej budovy, ktorej výška nesmie presiahnuť 10 nadzemných podlaží.

Na pozemku plánuje developer vystavať administratívnu budovu v štandarde „A“ s celkovou prenajímateľnou plochou 10.000 m<sup>2</sup> a s 250 parkovacími miestami, ktoré budú umiestnené v podzemnej garáži budovy a okolo budovy.

Základné parametre a vybavenie objektu:

- monolitická železobetónová nosná konštrukcia,
- 10 nadzemných podlaží + 2 podzemné podlažia s parkovacími státiami,
- sklenená reflexná fasáda s vonkajšími sklenenými žalúziami,

- variabilné usporiadanie vnútorných priestorov s použitím sadrokartónových deliacich priečok,
- klimatizácia s reguláciou pre každú kanceláriu samostatne,
- automatický systém riadenia výmenu vzduchu,
- štruktúrovaná kabeláž,
- centralizovaný systém riadenia budovy,
- požiarne poplachové snímače a požiarne rozhlas,
- CCTV,
- recepcia s 24-hodinovou strážnou službou.

Svojim vybavením a použitými materiálmi sa budova vyrovná veľkým business centrám, avšak vzhľadom na svoju veľkosť sa môže ľahšie etablovať na relatívne malom bratislavskom trhu s kancelárskymi priestormi.

### **Kapitálový rozpočet projektu**

Developer plánuje vzhľadom na svoje predchádzajúce skúsenosti zadať výstavbu budovy jednému generálnemu dodávateľovi. Podmienkou výberu dodávateľa je fixná cena na dodávku diela a doba jeho dokončenia. Na základe prvých ohlasov stavebných spoločností vie zostaviť predbežný rozpočet celého projektu, čo je dôležité pre analýzu návratnosti projektu. Odhadované obdobie výstavby do kolaudácie je 14 mesiacov. Ostatné položky rozpočtu boli odhadnuté na základe skúseností z predchádzajúceho projektu a po konzultáciách s externou projektantskou spoločnosťou, ktorá bude pripravovať projekt pre územné a stavebné povolenie. Východisko pre zostavenie kapitálového rozpočtu je plánovaná kvantifikácia kapitálových výdavkov, očakávaný príjem (tržby) z prenájmu budovy.

<b>ŠTRUKTÚRA ROZPOČETU KAPITÁLOVÝCH VÝDAVKOV</b> (údaje sú v tisícoch EUR)	
Pozemok v kúpnej cene	600
Projektantská činnosť a povolenia	334
Náklady objektu (stavebné náklady vrátane rozpočtovej rezervy, stavebný dozor, vybavenie budovy...)	10.333
Finančné náklady počas výstavby	533
Právne služby	50
Marketing	67
Sprostredkovateľské provízie	83
<b>S P O L U</b>	<b>12.000</b>

Obr. č.19

Rozpočet kapitálových výdavkov (obr. č.19) bol zostavený konzervatívne, t.z. jednotlivé položky boli mierne nadhodnotené (rádovo 5 – 10%). Okrem

rozpočtovej rezervy predstavujú ďalšiu rezervu projektu prípadné úspory v jednotlivých položkách. Všetky položky rozpočtu budú stanovené v EUR, nakoľko samostatná výstavba sa uskutoční na Slovensku a fakturácia dodávok bude v EUR.

Výška jednotlivých položiek bola stanovená pracovným tímom zloženým z nasledovných profesií:

- architekt,
- projekt,
- rozpočtár,
- finančný poradca,
- právny poradca,
- realitný maklér.

Cieľom bolo mať zostavený rozpočet kapitálových výdavkov čo najpresnejšie, preto bola zostavená expertná skupina pokrývajúca svojimi znalosťami hlavné rozpočtové položky.

### **Prenájom objektu**

Prenájom objektu bude riešený svojpomocne na základe kontaktov materskej spoločnosti na niektoré medzinárodné spoločnosti na trhu. Súčasne sa využijú služby realitných maklérov (ich odhadnuté provízie sú súčasťou rozpočtu projektu). Developer však neuvažuje o poskytnutí maklérskej exkluzivity.

Výška nájmu bude stanovovaná s každým nájomcom individuálne. Developer do rozpočtu peňažných tokov s ohľadom na finančné riziko premietol minimálne dosiahnuteľné ceny za prenájom. Vzhľadom na požiadavky medzinárodných spoločností z oblasti petrochemického priemyslu, ktoré prejavili predbežný záujem o prenájom priestorov, nájomné bude definované ako studené (t.z. bez energií a služieb) v USD:

- |                         |                                  |
|-------------------------|----------------------------------|
| ✓ Kancelárske priestory | 14,25 USD/m <sup>2</sup> /mesiac |
| ✓ Parkovacie státie:    |                                  |
| - Podzemné garáže       | 67,50 USD/mesiac                 |
| - Vonkajšie státia      | 52,50 USD/mesiac                 |

Výška nájomného bude podliehať ročnej indexácii na základe priemernej výšky inflácie v EU zverejňovanej agentúrou Eurostat.

Frekvencia platenia nájomného bude kvartálna, pričom nájomné bude platené na 3 mesiace vopred. Zároveň bude každý nájomca pri podpise nájomnej zmluvy skladať hotovostný depozit vo výške 3-mesačného nájomného, ktorý môže byť nahradený abstraktnou bankovou zárukou akceptovateľnou pre developera.

Energie budú každému nájomcovi refakturované na základe skutočnej spotreby. Služby spojené s prevádzkou objektu (upratovanie, strážna služba...)

budú pomerne rozúčtované jednotlivým nájomcom na základe prenajatej plochy. Nakoľko náklady na energie sú plne refakturovatelné na nájomcov, investor s touto položkou v pláne hotovostných tokov neráta.

Výstavba projektu však nezačne na špekulatívnej báze, ale developer má predbežný záujem o prenájom 2.800 m<sup>2</sup> a 20 parkovacích miest. Tento záujem bude ešte pred zahájením samotnej výstavby potvrdený zmluvou o budúcej nájomnej zmluve na prenájom administratívnych priestorov, čo mu umožní čiastočne znížiť riziko platobnej neschopnosti plnenia záväzkov dlhovej služby voči banke, od ktorej chce získať investičný úver.

### Finančná štruktúra

Projekt bude financovaný z vlastných zdrojov developera a z dlhodobého investičného bankového úveru.

FINANCOVANIE PROJEKTU	Tis.EUR	
Vlastné zdroje, z toho:		20%
- vlastné imanie	7,0	
- podriadený úver od spoločníka	2.393,0	
Dlhodobý bankový úver		80%
<b>S P O L U</b>	<b>2.400,0</b>	<b>100%</b>

Obr. č.20

Developer zamýšľa financovanie projektu v štruktúre 20:80, čo býva pri projektoch administratívnych budov štandardu „A“ akceptovateľné aj z pohľadu komerčných bánk (obr. č.20).

**Vlastné zdroje** investované do projektu tvorí vlastné imanie, ktoré bolo vytvorené vkladom pozemku v obstarávacej cene do základného imania spoločnosti a úver od spoločníka ALFA s.r.o., ktorý bude podriadený bankovému úveru. Podriadený úver od spoločníka bude poskytnutý v EUR. Predpokladaná úroková sadzba je stanovená fixne na úrovni 6,0% p.a. Tento úver nebude počas doby trvania úverového vzťahu s bankou splácaný, uskutoční sa len splácanie úrokov, a aj to len v prípade, ak budú k dispozícii voľné prostriedky, t.z. dlhová služba úveru od spoločníka bude podriadená splácaniu bankového úveru. Z toho dôvodu nebola dlhová služba úveru od spoločníka zahrnutá do plánu hotovostných tokov explicitne, jej splácanie je však umožnené DSCR projektu vo výške 105%. Jej vyplácanie bude uskutočňované po dohode medzi bankou a dlžníkom.

**Investičný bankový úver** bude kryť 80% projektových nákladov a bude rozdelený na dve fázy<sup>74</sup>:

<sup>74</sup> Rozdelenie úveru na dve časti a pojmy „stavebná fáza“ a „investičná fáza“ som prevzal z medzinárodnej bankovej praxe, kde sa podmienky investičných úverov slúžiacich na

1. stavebná fáza - úver bude čerpaný v EUR v mesačnej periodicite, viazaný na 1-mesačný EURIBOR + marža banky. Úroky z úveru budú kapitalizované, pričom ich odhadnutá výška spolu s určitou rezervou tvorí súčasť kapitálového rozpočtu projektu,
2. investičná fáza - po dokončení stavebnej etapy bude úver konvertovaný do USD a bude postupne splácaný na základe dohodnutého splátkového kalendáru. Bližšie detaily štruktúrovania úveru vyplynú z analýzy úverového rizika. Mena úveru bola stanovená v USD, aby bolo minimalizované menové riziko vyplývajúce z menovej pozície nájomné – splácanie úveru.

**Snahou developera bude nájsť a overiť takú štruktúru bankového úveru, aby minimalizoval úverové riziko projektu a zároveň, aby podmienky úveru boli akceptovateľné pre banku.**

---

financovanie projektov bežne rozčleňujú na „construction stage“ a „investment stage“. Preklad týchto pojmov nezodpovedá používaným termínom v domácej odbornej literatúre, ale vzhľadom na zameranie aplikačnej časti dizertačnej práce som sa rozhodol pre ich použitie. Stavebná fáza úveru znamená obdobie výstavby projektu, počas ktorej dochádza len k čerpaniu úveru. Investičná fáza úveru kopíruje tú časť životného cyklu projektu, počas ktorej už projekt generuje príjmy a spláca dlhovú službu úveru. Obchodné podmienky takéhoto úveru korešpondujú s rizikovou pozíciou banky vo vzťahu k životnému cyklu projektu, napr. banka si účtuje vyššiu rizikovú prirážku počas stavebnej fázy.

## 4. Analýza úverového rizika a aplikácia nástrojov manažovania úverového rizika

Projekt, ktorý zamýšľa developer realizovať, sa zdá byť na základe prvotných analýz veľmi lukratívny. Spoločnosť ALFA s.r.o. do projektu investuje veľkú časť svojich naakumulovaných prostriedkov (avšak bez ohrozenia, resp. vážneho obmedzenia jej hlavného predmetu podnikania). Vzhľadom na to, že plánuje na financovanie projektu použiť aj cudzie zdroje, uvedomuje si však dodatočné riziká, ktoré bankový úver so sebou prináša. **Z toho dôvodu developer zahrnul do štádia prípravy a overovania podnikateľského zámeru aj problematiku analýzy a manažovania úverového rizika.**

Analýza úverového rizika bude postupne vychádzať z jednotlivých faktorov úverového rizika a z možností na minimalizáciu ich vplyvov.

### 4.1. Výška úveru

Developer analyzoval projekt s ohľadom na možnú výšku investičného úveru v dvoch základných rovinách:

1. **statická rovina:** podklad tvorili informácie z banky, aký je zvyčajný pomer medzi vlastnými a cudzími zdrojmi pri obdobných projektoch. Požiadavky banky na vlastné zdroje konfrontoval so svojimi možnosťami. Na základe toho stanovil finančnú štruktúru, ktorá bola taktiež použitá pri analýze potenciálu projektu, t.z. akú výšku úveru je projekt schopný znášať.
2. **dynamická rovina:** v tomto prípade sa zamerával na analýzu projekcie hotovostných tokov projektu, ktorú developer vypracoval na celú dobu trvania úveru. Týmto spôsobom odhadol potenciál projektu na úhradu dlhovej služby pri zohľadnení rezerv.

Diskusia s viacerými slovenskými bankami naznačila, že pomer vlastných a cudzích zdrojov pri projektovom financovaní administratívnych budov v štandarde „A“ sa pohybuje v rozsahu 20:80 - 30:70 z celkových projektových nákladov. Vzhľadom na predchádzajúce skúsenosti developera banky indikovali predbežný záujem o financovanie projektu pri finančnej štruktúre 20:80, čo zároveň vyhovuje zámerom developera s ohľadom na viazanie vlastných zdrojov v projekte. Vyššie požiadavky bánk na vlastné prostriedky by znamenalo možné obmedzenie fungovania realitnej činnosti developera, čo nie je v jeho záujme. Štruktúra 20:80 je bežne používaná pri financovaní administratívnych projektov v západnej Európe, čo podporuje požiadavku developera týkajúcu sa štruktúry financovania.

Na základe vyššie uvedeného sa developer rozhodol, že požiadavka bánk na vlastné zdroje developera vo výške 20% je adekvátne, pričom zásadne nebudú obmedzené ostatné aktivity developera.

Následne sa developer rozhodol overiť finančnú štruktúru a potenciál projektu na úhradu dlhovej služby na modely hotovostných tokov. Pre posúdenie

úverového rizika a jeho prvkov sa pristupuje k jeho analýze. Za účelom dosiahnutia vyššej miery spoľahlivosti plánu hotovostných tokov, vypracoval dlžník dva varianty - realistický a pesimistický. Základným východiskom pre jeho zostavenie bol rozpočet kapitálových výdavkov (viď kapitola 0).

Realistický variant analyzuje hotovostné toky pri očakávanom vývoji trhového prostredia a projektu (predovšetkým z pohľadu dosiahnutia výberu nájomného). Dlžník však aj pri tomto variante uplatnil viac konzervatívny pohľad na jednotlivé parametre.

Pesimistický variant modeluje vývoj hotovostných tokov projektu pri neočakávane zlej situácii predovšetkým na realitnom trhu s administratívnymi priestormi. Hlavným rozdielom medzi oboma variantmi je preto výška očakávaného nájomného a neprenajaté priestory. Pesimistický prístup bol však aplikovaný aj na ďalších parametroch plánu hotovostných tokov:

- úroková sadzba pre obe fázy,
- indexácia prevádzkových nákladov,
- odhadovaný forwardový kurz,
- obdobie výstavby,
- doba trvania investičnej fázy.

V dôsledku nárastu výšky úveru v investičnej fáze (vplyv oslabovania USD oproti EUR pri konverzii úveru stavebnej fázy do úveru investičnej fázy) a poklesu hotovostného toku brutto (nižšie príjmy z nájomného, vyššie úroky z úveru a pod.) došlo k predĺženiu doby, ktorá je za daných parametrov potrebná na celkové splatenie úveru. Nakoľko sa však bankové financovanie na podobné projekty poskytuje aj na viac ako 20 rokov, je tento kalkulatórny nárast doby trvania úveru pri pesimistickom variante akceptovateľný ako pre investora, tak aj pre banku. Zazmluvnená doba trvania investičného úveru bude stanovená na 20 rokov.

Pesimistický variant plánu hotovostných tokov slúži len na overenie úverového rizika v prípade nepriaznivého vývoja. Požiadavka na podmienky bankového úveru bude formulovaná na báze realistického variantu.

#### **Realistický variant - dodatočné parametre pre plán hotovostných tokov:**

- výška úveru na výstavbu 9,577 mil.EUR,
- výška nájomného je bez energií, ktoré spoločnosť BETA v plnej výške refakturuje na nájomcov, preto od energií v modeli abstrahujeme,
- „studené“ nájomné bude vzhľadom na záujem zo strany potenciálnych nájomcov stanovené v USD a indexované 2% p.a.,
- uvažujeme rovnaké percento neobsadenosti kancelárskych priestorov a parkovacích státí,
- doba odpisovania 20 rokov (pre zjednodušenie rátam s jednotnou dobou odpisovania),
- úroková sadzba:

- fáza výstavby 1M EURIBOR + marža + rezerva 4,50 % p.a.
- investičná fáza 5Y USD IRS + marža + rezerva 5,10 % p.a.
- menový kurz pre fázu výstavby (pre potreby prepočtu) 1,50 USD/EUR,
- odhadovaný forwardový kurz 1,52 USD/EUR,
- obdobie výstavby 14 mesiacov,
- investičná fáza 17 rokov.

Realistický model hotovostných tokov projektu je uvedený v prílohe č. 2.

Do modelu hotovostných tokov developer zakalkuloval nasledovné rezervy, ktoré majú zmierniť nepriaznivé dopady úverového rizika na efektívnosť využitia úveru pre investičný projekt:

- neprenajaté priestory 30 - 10% (postupné znižovanie),
- nízka miera indexácie nájomného 1,0% p.a. v porovnaní s indexáciou nákladov vo výške 3,0% p.a.,
- konzervatívny prístup k odhadu nájmu a prevádzkových nákladov,
- prevádzková rezerva 2,5% z čistého nájomného počas prvých 10 rokov, následne 5,0%,
- kalkulovaná polročná periodicita splácania istiny úveru (z čoho vyplývajú mierne vyššie úroky z úveru), pričom reálna frekvencia splácania bude jedno- až trojmesačná (v závislosti od splácania nájomného),
- rezerva 0,30% p.a. v úrokovej sadzbe pre obe fázy projektu,
- využívanie upraveného splátkového kalendáru istiny úveru s cieľom dosiahnuť koeficient krytia dlhovej služby („DSC Ratio“<sup>75</sup>) vo výške 105%.

### **Pesimistický variant - dodatočné parametre pre plán hotovostných tokov:**

- výška úveru na výstavbu 9,6 mil.EUR (nárast v dôsledku dlhšej doby výstavby a vyššej úrokovej miery, čo sa premietlo do vyšších finančných nákladov projektu),
- výška nájomného je bez energií, ktoré spoločnosť BETA v plnej výške refakturuje na nájomcov, preto od energií v modely abstrahujeme,
- „studené“ nájomné bude vzhľadom na záujem potenciálnych nájomcov stanovené a fakturované v USD,
- uvažujeme rovnaké percento neobsadenosti kancelárskych priestorov a parkovacích státí,
- doba odpisovania 20 rokov (pre zjednodušenie rátam s jednotnou dobou odpisovania),

---

<sup>75</sup> Koeficient DSC Ratio sa vypočíta ako pomer hotovostného toku po zdanení bez dlhovej služby a dlhovej služby. Najčastejšie sa počíta za obdobie 12 mesiacov za účelom minimalizácie vplyvov externého prostredia napr. sezónnosti. Jeho výpočet používajú predovšetkým banky, a to „ex post“ na monitorovanie výkonnosti projektov, ako aj „ex ante“ pri modelovaní hotovostných tokov projektov.

- úroková sadzba:
  - fáza výstavby 1M EURIBOR + marža + rezerva 5,00 % p.a.
  - investičná fáza 5Y USD IRS + marža + rezerva 5,60 % p.a.
- menový kurz pre fázu výstavby (pre potreby prepočtu) 1,50 USD/EUR
- odhadovaný forwardový kurz 1,52 USD EUR,
- obdobie výstavby 15 mesiacov,
- investičná fáza 20 rokov.

Pesimistický model hotovostných tokov projektu je uvedený v prílohe č. 3.

Do modelu hotovostných tokov developer zakalkuloval nasledovné rezervy, ktoré majú zmierniť nepriaznivé dopady úverového rizika na efektívnosť využitia úveru pre investičný projekt:

- neprenajaté priestory 35 - 15% (postupné znižovanie),
- nízka miera indexácie nájomného 2,0% p.a. v porovnaní s indexáciou nákladov vo výške 3,0% p.a.,
- pesimistický prístup k odhadu nájmu (redukcia o 5%),
- konzervatívne stanovené prevádzkové náklady,
- prevádzková rezerva 2,5% z čistého nájomného počas prvých 10 rokov, následne 5,0%,
- kalkulovaná polročná periodicita splácania istiny úveru (z čoho vyplývajú mierne vyššie úroky z úveru), pričom reálna frekvencia splácania bude jedno- až trojmesačná (v závislosti od splácania nájomného),
- rezerva 0,80% p.a. v úrokovej sadzbe pre obe fázy projektu,
- využívanie upraveného splátkového kalendáru istiny úveru s cieľom dosiahnuť koeficient krytia dlhovej služby („DSC Ratio“) vo výške 105%.

**Na základe analýzy plánu hotovostných tokov môže developer konštatovať nasledovné:**

- ✓ **použitá finančná štruktúra 20:80 pri danej dobe investičného úveru je pre projekt akceptovateľná ako z pohľadu dlžníka, tak aj z pohľadu banky,**
- ✓ **projekt dokáže pri realisticky - konzervatívnom prístupe k hotovostným tokom projektu plne amortizovať bankový úver v horizonte 17 rokov,**
- ✓ **pri pesimistickom variante došlo k nárastu doby splatnosti úveru na 20 rokov, čo však neprekračuje najdlhšie doby splácania poskytovaných bankami,**
- ✓ **celkové DSCR projektu, t.z. krytie dlhovej služby hotovostným tokom pri oboch variantoch je vyššie ako 105%, čo predstavuje dostatočnú rezervu na úhradu dlhovej služby,**
- ✓ **aj pri vyššie uvedených parametroch model hotovostných tokov obsahuje dostatok rezerv na to, aby nedošlo k ohrozeniu splácania bankového úveru,**

- ✓ čistá súčasná hodnota projektu vo výške 1,1 mil.USD pri realistickom a 0,67 mil.USD pri pesimistickom variante potvrdzuje jeho ekonomickú opodstatnenosť,

Z vyššie uvedeného vyplýva, že dlžník má pri danej finančnej štruktúre dostatočný potenciál na splácanie dlhovej služby, t.j. veľkosť úveru je primeraná hotovostným tokom, ktoré projekt generuje. Vplyv faktoru výšky úveru úrokového rizika je týmto dostatočne redukovaný.

#### **4.2. Úroková sadzba**

Developer v rámci modelovania hotovostných tokov používal úrokové sadzby, ktoré jednak zodpovedali charakteru danej fázy pri použití príslušnej meny a zároveň boli na trhu reálne dosiahnuteľné. Výšky jednotlivých úrokových sadzieb boli predbežne konzultované s bankou.

#### **Fáza výstavby**

Zloženie úrokovej sadzby:

➤ úroková báza	1-mesačný EURIBOR	1,50% p.a.
➤ marža banky		2,70% p.a.
➤ kalkulovaná rezerva		
➤ realistický variant		0,30% p.a.
➤ pesimistický variant		0,80% p.a.

Takto zvolená úroková sadzby zodpovedá fáze výstavby a zohľadňuje jej špecifiká:

- ✓ úver na fázu výstavby bude poskytnutý v EUR, preto bola ako báza zvolená medzibanková referenčná sadzba EURIBOR,
- ✓ čerpanie úveru sa bežne uskutočňuje v mesačnej periodicite, čomu zodpovedá aj mesačné fixovanie úrokovej bázy pre úver,
- ✓ marža banky pri podobných projektoch sa pre fázu výstavby pohybuje v rozmedzí 2,50 – 3,50% p.a., pričom zo strany banky bola indikovaná marža 2,70% p.a.,
- ✓ vzhľadom na súčasnú výšku a očakávaný vývoj na finančnom trhu (prebytok likvidity na trhu, inverzná úroková krivka, očakávania bánk) sa developer rozhodol, že rezerva vo výške 0,30% pre realistický variant je vzhľadom na obdobie výstavby 14 mesiacov dostatočná na pokrytie eventuality výkyvov na finančnom trhu. Pri pesimistickom variante bola rezerva stanovená vo výške 0,80% p.a.

**Podľa názoru developera je vplyv faktora variabilnej úrokovej bázy úverového rizika počas fázy výstavby vzhľadom na trhové očakávania a kalkulovanú rezervu dostatočne redukovaný.**

## Investičná fáza

Zloženie úrokovej sadzby:

➤ úroková báza	3M/5Y USD IRS	2,50% p.a.
➤ marža banky		2,30% p.a.
➤ kalkulovaná rezerva		
➤ realistický variant		0,30% p.a.
➤ pesimistický variant		0,80% p.a.

Takto zvolená úroková sadzby zodpovedá investičnej fáze a zohľadňuje jej špecifiká:

- ✓ úver pre investičnú fázu bude v USD, preto bola ako báza zvolená sadzba 3 mesačného / 5 ročného úrokového swapu pre USD,
- ✓ počas investičnej fázy už nedochádza k čerpaniu úveru. Vzhľadom na dlhodobý horizont úveru a vzhľadom na z toho vyplývajúce riziko variabilných úrokových sadzieb, sa developer rozhodol redukovať tento faktor úrokového rizika použitím fixnej úrokovej sadzby. Na základe odporúčania banky použil vo svojej kalkulácii ako referenčnú bázu 5-ročný úrokový swap,
- ✓ marža banky pri podobných projektoch sa pre fázu výstavby pohybuje v rozmedzí 2,00 - 3,00% p.a., pričom zo strany banky bola indikovaná marža 2,30% p.a.,
- ✓ vzhľadom na to, že fixácia dlhodobej bázy sa uskutoční až po ukončení fázy výstavby, rozhodol sa developer zakalkulovať do svojho realistického plánu rezervu vo výške 0,30% a do pesimistického plánu 0,80%.

**Vzhľadom na vyššie uvedenú štruktúru (5-ročná úroková báza) a kalkulovanú výšku úrokovej sadzby je developer presvedčený, že vplyv faktora zmeny úrokovej bázy je počas investičnej fázy dostatočne redukovaný.**

**Analýza schopnosti splácať úroky z úveru bola uskutočnená v rámci modelu hotovostných tokov, na základe ktorého developer môže konštatovať, že výška kalkulovaných úrokových sadzieb vrátane úrokových rezerv je pre projekt akceptovateľná, t.j. projekt generuje dostatok voľných peňažných prostriedkov na úhradu úrokov pri daných úrokových sadzbách.**

### **4.3. Inflácia**

Developer si uvedomuje, že inflácia má vplyv ako na aktívnu, tak aj na pasívnu stránku bilancie, preto sa vo svojej analýze sústredil na obe strany bilancie.

Z pohľadu pasív sa developer zameril na bankový úver a používanie variabilných báz úrokových sadzieb, ktoré plánuje využiť len počas fázy výstavby. **Vzhľadom na očakávaný vývoj úrokových sadzieb a použitie**

**kalkulovaných rezerv (viď kapitola 14.2) považuje vplyv faktora inflácie na variabilné úrokové bázy dostatočne eliminovaný.**

Na strane aktív je vplyvu inflácie vystavená administratívna budova a predovšetkým s ňou súvisiace výnosy z nájomného a náklady spojené s prevádzkou a údržbou. Energetické náklady dlžník refakturuje na svojich nájomcov a preto od nich abstrahujeme. Vzhľadom na zvyklosti trhu, dlžník ráta s indexáciou nájomného indexom rastu spotrebiteľských cien vo výške 2,0% p.a. Na druhej strane používa vyšší index pri prevádzkových nákladoch, ktorý stanovil na úrovni 3,0% p.a. Táto hodnota odzrkadľuje ako vývoj spotrebiteľských cien vybraných komodít a očakávania do budúcnosti, tak aj skúsenosti developera s prevádzkou predchádzajúceho administratívneho projektu.

**Na základe takéhoto prístupu je developer presvedčený, že vplyv faktora inflácie na projekt je týmto dostatočne redukovaný.**

#### **4.4. Doba trvania úverového vzťahu**

Projekt, ktorý developer zamýšľa zrealizovať, je dlhodobého charakteru. Je zrejmé, že projekt treba financovať z dlhodobých zdrojov krytia majetku. Finančná štruktúra, ktorú navrhuje developer, pozostáva z vlastných zdrojov developera (prostredníctvom základného imania a podriadeného dlhodobého úveru) a z dlhodobého investičného bankového úveru. Tieto finančné zdroje kryjú 100% projektových nákladov. **Na základe toho možno konštatovať, že finančné zdroje časovo a vecne zodpovedajú majetku, na financovanie ktorého budú použité, t.j. zlaté bilančné pravidlo je dodržané.**

Zároveň developer na základe analýzy hotovostných tokov odhadol vhodnú dobu trvania bankového úveru, a to na 14 mesiacov (fáza výstavby) + 17 rokov (investičná fáza). **Takto stanovená splatnosť bankového úveru umožňuje také nastavenie splátkového kalendáru istiny, že hotovostné toky generované projektom s rezervou postačujú na úhradu ako prevádzkových nákladov, tak aj dlhovej služby (DSCR > 105% v každom roku). Z modelu a z kalkulovaných rezerv vyplýva, že faktor doby trvania úverového vzťahu by nemal predstavovať riziko pre projekt.**

Developer svoj projekt overil aj formou pesimistického plánu hotovostných tokov, ktorý si však vzhľadom na stanovené parametre vyžiadal predĺženie doby splatnosti (aj keď len kalkulatórne) na 20 rokov. Nakoľko je však takáto doba splatnosti bankových úverov dosiahnuteľná, považuje developer tento výsledok po konzultácii s bankou za akceptovateľný.

## 4.5. Menový kurz

Vzhľadom na fakt, že projekt sa má realizovať na Slovensku, developer v počiatkoch uvažoval, že akékoľvek toky spojené s projektom budú denominované v EUR. Z analýzy trhu a konkurenčných projektov však vyplynulo, že väčšina nájomcov vzhľadom na ich oblasť podnikania bude vyžadovať stanovenie nájomného v USD.

V prípade, ak by developer financoval projekt bankovým úverom v EUR a nájomné by bolo viazané na USD, vystavoval by sa vzhľadom na dobu trvania úverového vzťahu značnému transakčnému kurzovému riziku<sup>76</sup>, t.z. príjmy z nájomného a dlhová služba by neboli menovo kongruentné. Na základe tejto analýzy sa developer rozhodol pre nasledovnú štruktúru, ktorá by mala podstatne zredukovať expozíciu projektu kurzovému riziku:

### Fázy výstavby

Všetky hotovostné toky (dodávateľské faktúry, bankový úver a pod.) budú v EUR a tým sa vylúči jednak kurzové riziko, ako aj náklady na konverzie a náklady spojené s prípadným hedgingom kurzového rizika počas stavebnej fázy projektu.

### Investičná fáza

S ohľadom na fakt, že „studené“ nájomné vzhľadom na dopyt zo strany nájomcov bude stanovené v USD, je potrebné zabezpečiť, aby dlhová služba bola menovo kongruentná s prijatým nájomným. Na tento účel je potrebné bankový úver po ukončení fázy výstavby konvertovať z EUR do USD. Tým sa zabezpečí, že hlavná príjmová položka (nájomné) a hlavná výdavková položka (dlhová služba) budú v tej istej mene a tým sa eliminuje hlavný zdroj kurzového rizika. Napriek tomu, že náklady spojené s prevádzkou a daň z príjmov budú splatné v EUR, vzhľadom na ich celkový podiel na hotovostnom toku nepredstavujú pre projekt zásadné kurzové riziko. Prípadné kurzové výkyvy by mali byť dostatočne pokryté kalkulovanou prevádzkovou rezervou.

Hlavným faktorom kurzového rizika projektu však pri navrhovanej štruktúre zostáva konverzia bankového úveru z EUR do USD, ktorá sa má uskutočniť po ukončení fázy výstavby (14 mesiacov). Hrozbu pre projekt predstavuje deprecia USD voči EUR. Riešenie diskutoval developer s viacerými bankami, na základe čoho vyplynulo nasledovné:

- ✓ vývoj menového kurzu USD/EUR, ako aj forwardové sadzby USD/EUR naznačujú ďalšie posilňovanie EUR voči USD. K tomuto scenáru sa priklonili aj analytici oslovených bánk. Existujú obavy z krátkodobých výkyvov až na úroveň 1,55 USD/EUR. Tento

---

<sup>76</sup> Vzhľadom na charakter svojho podnikania a jednoduchú vlastnícku štruktúru prepojených spoločností sa developer rozhodol abstrahovať od translačného rizika a sústrediť sa na expozíciu vyplývajúcu z reálnych hotovostných transakcií.

očakávaný vývoj nie je pre developera priaznivý, nakoľko by to znamenalo eventuálne zvýšenie úverového zaťaženia projektu,

- ✓ vzhľadom na vyššie uvedené očakávania sa developer rozhodol, že nechce znášať kurzové riziko vyplývajúce z konverzie úveru a ohroziť tak projektu. Ako najvhodnejší hedgingový inštrument mu bol predbežne ponúknutý forward na obdobie 12 - 14 mesiacov na sumu úveru na výstavbu pri kurze 1,515 USD/EUR (presný forwardový kurz bude závisieť od situácie v čase uzatvorenia transakcie). Vzhľadom na konzervatívny prístup developer kalkuloval konverziu bankového úveru z EUR do USD pri kurze 1,52 USD/EUR. Týmto spôsobom developer eliminuje riziko spojené s konverziou bankového úveru. Tento forwardový kurz, ktorý je skôr pesimistickou prognózou vývoja menových kurzov, sa rozhodol použiť ako pri pesimistickom, tak aj pri realistickým pláne hotovostných tokov projektu. Dôvodom bolo pre toto rozhodnutie bol zásadný vplyv forwardového menového kurzu na celkové úverové riziko daného projektu.

**Na záver možno konštatovať, že táto štruktúra navrhnutá developerom zásadne redukuje menovú expozíciu projektu, t.z. faktor kurzového rizika je dostatočne ošetrený.**

#### **4.6. Zabezpečenie úveru**

Investičný bankový úver, ktorý má byť použitý na financovanie výstavby administratívnej budovy, bude postavený výlučne na úspešnosti projektu, t.z. bez regresu na materskú spoločnosť. Ručením pre tento úver bude výlučne majetok projektu a príjmy, ktoré bude generovať. Tento spôsob ručenia je pre tento typ financovania považovaný ako štandardný.

Developer preto ráta s nasledovnými zabezpečovacími inštrumentmi, ktoré bude banka vyžadovať:

- záložné právo v prvom rade na pozemok projektu,
- záložné právo v prvom rade na stavbu projektu,
- záložné právo na obchodný podiel spoločnosti BETA s.r.o.,
- vinkulácia nárokov vyplývajúcich z poisťných zmlúv na stavbu (t.z. vinkulácia poisťného plnenia),
- záložné právo v prvom rade na pohľadávky z nájomných zmlúv,
- notárska zápisnica ako exekučný titul na majetok spoločnosti BETA s.r.o.

Riziko maximálnej reálnej straty developera (ak abstrahujeme od nákladov stratených príležitostí) je finančne limitované výškou jeho vkladu do základného imania a výškou jeho podriadeného úveru poskytnutého spoločnosti BETA s.r.o. Jeho výnos predstavuje zisk spoločnosti BETA s.r.o.

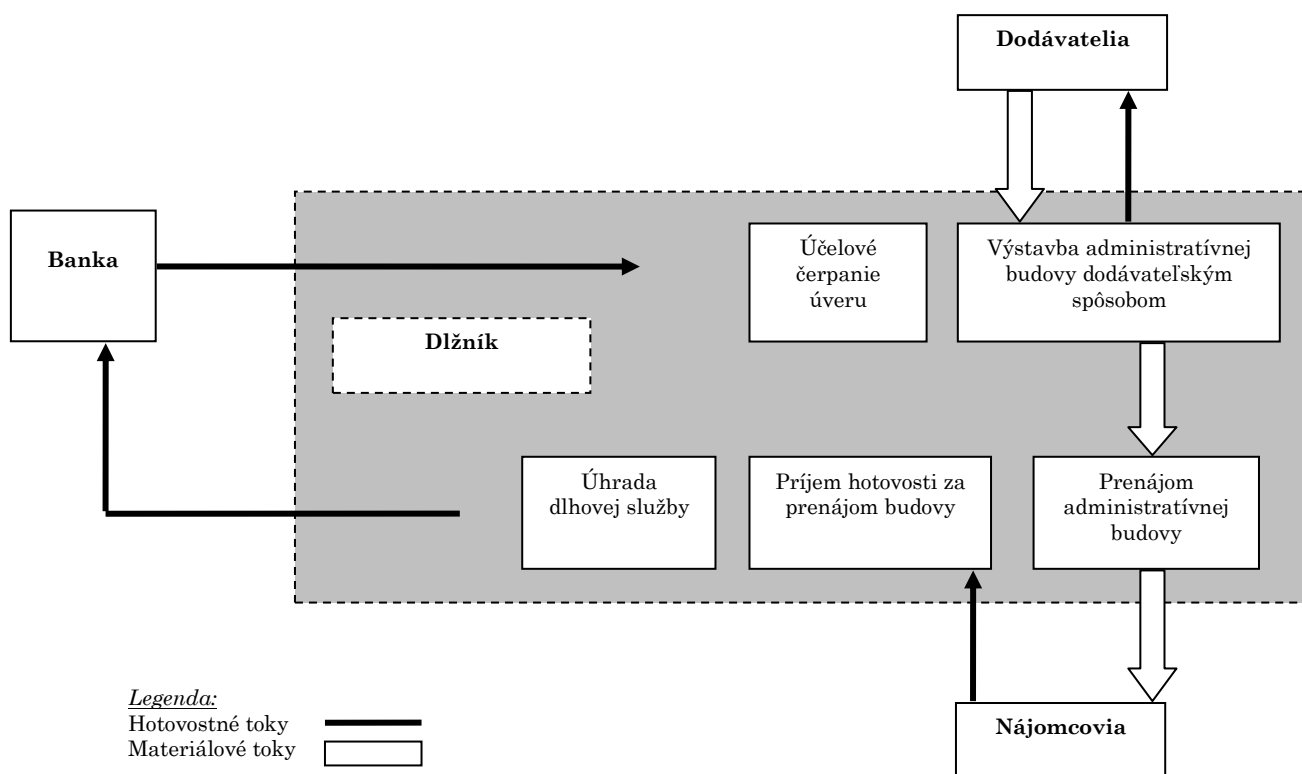
Banka na druhej strane vstupuje do projektu až 80% projektových nákladov, avšak je krytá hmotným zabezpečením. Tomu zodpovedá aj zisk banky vo výške príslušnej marže.

Vzhľadom k skutočnosti, že prostriedky developer investované do projektu ako vlastné zdroje nepredstavujú zásadné obmedzenie jeho ostatných podnikateľských aktivít, považuje zabezpečenie úveru celým majetkom projektu ako adekvátne. **Oddelenie rizika projektu od ostatných aktivít vytvorením samostatnej spoločnosti umožní developerovi eliminovať vplyv faktora zabezpečenia úveru na jeho hlavnú činnosť. Vzhľadom na skutočnosť, že dlžník aktívne pracuje na manažmente úverového rizika, overil si úspešnosť projektu na scenároch vývoja, do ktorých zakomponoval dostatočné rezervy, je dlžník presvedčený o tom, že bude schopný hradiť dlhovú službu a nedôjde k použitiu zabezpečovacích prostriedkov zo strany banky.**

#### ***4.7. Premena likvidných prostriedkov na menej likvidnú formu***

Podnikateľský zámer, ktorý plánuje investor zrealizovať, je postavený na projektovom princípe, t.z. finančné zdroje sú použité účelovo na výstavbu administratívnej budovy, ktorá bude jediným zdrojom, ktorý bude generovať hotovostný tok. Ako investor, tak aj banka si uvedomujú, že návratnosť ich investovaných peňažných prostriedkov 100%ne závisí od úspešnosti realizovaného projektu, t.z. ako sa etabluje administratívna budova na trhu s administratívnymi priestormi. Investované finančné zdroje sú premenené na „takmer nelikvidný“ hmotný majetok, ktorý bude generovať peňažné prostriedky formou nájmu a tieto budú slúžiť predovšetkým na úhradu dlhovej služby.

Znázornenie premeny úverových prostriedkov:



Obr. č.21

Realizovateľnosť projektu a predpoklady na splatenie investičného bankového úveru boli overované okrem iného aj pri analýze hotovostných tokov. Tento model naznačil, že napriek konzervatívnejmu prístupu a zakalkulovaní rezerv, je projekt schopný generovať dostatok voľných prostriedkov na úhradu dlhovej služby banky.

Za predpokladu, že projekt bude na trhu úspešný, t.z. bude dostatočný záujem o nájom administratívnych priestorov, pozornosť dlžníka musí byť sústredená predovšetkým na včasnú úhradu pohľadávok za nájomné. Riziko včasnej úhrady (a teda zabezpečenie hlavného zdroje peňažných príjmov) sa redukuje tým spôsobom, že nájomné sa platí na určité obdobie vopred (v našom prípade na 3 mesiace) a zároveň nájomca skladá pri podpise nájomnej zmluvy hotovostný depozit vo výške 3-mesačného nájomného, ktorý môže byť nahradený abstraktnou bankovou zárukou.

**Na základe toho je dlžníka presvedčený, že projekt má potenciál byť úspešný na trhu a zároveň generovať dostatok peňažných prostriedkov, aby bolo možné načas splácať dlhovú službu banke. Faktor zmeny likvidnosti je podľa názoru developera dostatočne ošetrený.**

#### **4.8. Riziko vysporiadania a systémové riziko**

Súčasťou prípravy projektu zo strany dlžníka je taktiež stanovenie najvhodnejšieho spôsobu uskutočňovania platobného styku projektu a minimalizovanie rizika, ktoré vyplýva z jeho zabezpečenia. Dlžník sa zamerával na nasledovné transfery peňažných prostriedkov:

##### **Čerpanie úveru a úhrada dodávateľských faktúr počas výstavby projektu**

Samotná výstavba budovy bude (po investovaní vlastných prostriedkov) financovaná predovšetkým z bankového úveru. Čerpanie úveru býva v takýchto prípadoch prísne účelové, t.z. že banka chce priamo kontrolovať peňažné prevody od poskytnutia prostriedkov na bežný účet dlžníka až po zaplatenie dodávateľských faktúr.

Vzhľadom na to, že prevod peňažných prostriedkov v rámci SR trvá dva pracovné dni, dlžník chce banke navrhnúť nasledovný spôsob vyplácania úveru:

1. všetky dodávateľské faktúry budú mať splatnosť 30 dní a budú vystavené k 1. dňu kalendárneho mesiaca nasledujúcom po mesiaci, v ktorom boli fakturované činnosti vykonané,
2. od 1. do 10. dňa bude prebiehať kontrola vystavených faktúr a vykonaných prác zo strany developera a jeho stavebného dozoru,
3. faktúry a prevodné príkazy na úhradu faktúr budú predkladané banke k 15. dňu, čo poskytuje developerovi rezervu 5 dní na riešenie prípadných nezrovnalostí,
4. čerpanie úveru a úhrada faktúr sa uskutoční k 20. dňu daného mesiaca, čo predstavuje dostatočnú rezervu na riešenie prípadných pripomienok zo strany banky a na úhradu dodávateľských faktúr.

Prevodné príkazy budú podávané fyzicky, pričom banka potvrdzuje ich prevzatie. Tento proces spolu s časovými rezervami by mal dostatočne redukovať riziko uskutočnenia transakcií a zabezpečiť včasnú úhradu dodávateľských faktúr.

##### **Príjem nájomného a úhrada dlhovej služby bankového úveru**

Za účelom zjednodušenia platobného styku počas investičnej fázy sa dlžník rozhodol pre nasledovnú štruktúru:

1. dlžník bude mať všetky svoje bežné účty vedené u banky, ktorá bude poskytovať investičný úver,
2. zmluvne dohodnutá splatnosť faktúr za nájomné bude vždy k 15. dňu posledného mesiaca daného kalendárneho kvartálu,
3. úhrada dlhovej služby bude vždy k k ultimu kalendárneho kvartálu, čo poskytuje dlžníkovi rezervu 13 - 15 dní na riešenie prípadných omeškaní v platení faktúr za nájomné. Vzhľadom na fakt, že peňažné prostriedky

na úhradu dlhovej služby budú vo financujúcej banke, nie je potrebný medzibankový prevod trvajúci 2 pracovné dni a banka priamo zataží bežný účet dlžníka v daný deň splatnou úverovou pohľadávkou.

Na zjednodušenie celého platobného styku a na získanie okamžité prehľadu o stave peňažných prostriedkov na účtoch, chce dlžník využívať produkt „home banking“ príslušnej banky.

**Dlžník je presvedčený, že pri aplikácii vyššie navrhnutého postupu redukuje vplyv faktora rizika vysporiadania na akceptovateľnú mieru.**

Predmetom úverovej analýzy bolo špecifické riziko developera. Developer zamýšľa realizovať svoj projekt v krajine, kde doteraz pôsobí a ktorá je súčasťou Európskej únie. Z tej istej krajiny bude pochádzať aj financujúca banka, ktorá poskytne úver na daný projekt.

**Vzhľadom na tieto skutočnosti považuje systémové riziko za zanedbateľné, t.z. nie je potrebné použiť žiaden nástroj na jeho manažovanie.**

## **5. Záver z analýzy úverového rizika projektu „Administratívna budova Einsteinova“**

Po ukončení podrobnej analýzy úverového rizika, jeho faktorov a po navrhnutí nástrojov na redukovanie vplyvu faktorov na projekt, môže developer konštatovať nasledovné:

- ✓ **projekt má vzhľadom na situáciu a očakávaný vývoj trhu dobré predpoklady nato, aby sa na ňom úspešne etabloval,**
- ✓ **analýza hotovostných tokov a pozitívna čistá súčasná hodnota projektu potvrdili ekonomickú opodstatnenosť projektu a efektívnosť využitia úveru pre developera,**
- ✓ **životaschopnosť projektu overil developer pesimistickým a realistickým modelom hotovostných tokov, a to až do úplného splatenia úveru,**
- ✓ **navrhnutá štruktúra a parametre financovania zohľadňujú špecifiká projektu a zodpovedajú požiadavkám bánk,**
- ✓ **analýza úverového rizika poukázala na možné nebezpečenstvo jednotlivých faktorov úverového rizika,**
- ✓ **developerovi sa podarilo navrhnúť aplikáciu vhodných nástrojov na zmiernenie, resp. úplnú elimináciu faktorov úverového rizika, k čomu použil skóringovú kartu na identifikáciu faktorov úverového rizika,**
- ✓ **aktívny prístup developera k manažovaniu úverového rizika a jeho snaha o nájdenie vhodného riešenia predstavuje dobrý základ pre úspešnú spoluprácu s bankou na financovaní projektu,**
- ✓ **jasná predstava developera o úverovom riziku a jeho faktoroch je pre banku silným signálom o zodpovednom prístupe developera k projektu.**

---

## TEORETICKÝ A PRAKTICKÝ PRÍNOS DIZERTAČNEJ PRÁCE

---

Predmetom doktorandskej dizertačnej práce je problematika úverového rizika z pohľadu dlžníka. Východiskom riešenia témy bolo rozpracovanie teórie rizika a zaradenie úverového rizika v rámci vecnej klasifikácie rizík. Štúdium odbornej ekonomickej literatúry z tejto oblasti odkrylo biele miesta teórie úverového rizika z pohľadu dlžníka.

Prístupy rôznych autorov k problematike úverového rizika výlučne z pohľadu veriteľa nepovažujem za dostatočné. Úverový vzťah medzi veriteľom a dlžníkom je konkretizovaný ich právami a povinnosťami. Povinnosť splniť záväzok dlhovej služby dlžníkom voči veriteľovi v stanovenom čase a výške však môže byť ohrozený pôsobením celého radu faktorov vonkajšieho ekonomického prostredia.

Uplatnil som tento nie veľmi častý pohľad na úverové riziko ako v teoretickej, tak aj v aplikačnej časti. Položil som si základnú otázku, prečo by sa mal aj dlžník venovať problematike úverového rizika a kedy je správny čas na jeho analýzu v procese úverového rozhodovania. Za pomoci odbornej literatúry a skúseností z bankovej praxe som pomenoval základné faktory úverového rizika, ich možné dôsledky a navrhol mechanizmy na redukovanie, resp. elimináciu ich vplyvu.

Úlohou v teoretickej časti bolo zhrnúť poznatky z teórie úverového rizika a následne teóriu rizika rozpracovať z pohľadu dlžníka. Vymedzil som faktory úverového rizika, javové formy a jeho dôsledky, možnosť straty majetku či zániku podniku. Úverové riziko som zadefinoval v rámci vecnej klasifikácie rizík podnikateľského subjektu, čo viedlo k rozpracovaniu manažmentu úverového rizika v podniku.

Poznatky získané štúdiom odbornej literatúry a súčasne poznatky získané vlastným vedeckým výskumom som aplikoval na príklade prípravy a realizácie investičného projektu. Zadanie príkladu vychádza z mojich praktických skúseností, z poznania realitného trhu v Bratislave. Zadanie prípadovej štúdie bolo čiastočne upravené tak, aby bolo na možné skúmať a overiť nástroje manažmentu úverového rizika vo vzťahu k všetkým jeho faktorom – úrokovej sadzby, menového kurzu a ďalších. Mojou snahou bolo ukázať na reálnom príklade, aký by mal byť prístup dlžníka k úverovému riziku, v akom smere by mal byť úverový manažment podniku prehlbený.

Príklad mal ukázať, že úverové riziko nie je len abstraktná teória, ale dlžníka naozaj postihuje a reálne ohrozuje jeho podnikateľskú činnosť, dokonca jeho existenciu. Na druhej strane mala prípadová štúdia tiež preukázať to, že

skvalitnenie manažmentu úverového rizika pri súčasnom vhodnom využití dostupných nástrojov a postupov je možné. Použiteľné nástroje sú bežne dosiahnuteľné pre väčšinu subjektov a ich aplikácia je často krát pomerne jednoduchá. Podnikateľský subjekt by sa však nemal báť analyzovať svoj podnikateľský zámer, pomenovať riziká a hľadať vhodné riešenia. Čas venovaný tejto problematike určite nie je zbytočnou investíciou, a to najmä pri príprave dlhodobých investičných zámerov. Vyžaduje to však využitie schopností finančných manažérov – špecialistov.

Opodstatnenosť skúmania tejto problematika potvrdili aj prejavy súčasnej ekonomickej krízy, ktorá ovplyvnila ekonomiku celého sveta napriek jej koreňom siahajúcim až na hypotekárny trh v USA. Otvorenosť a vzájomná prepojenosť jednotlivých trhov umožnili, že problémy na dostatočne veľkom lokálnom trhu ovplyvnili aj zvyšok ekonomiky sveta. **Úverové riziko a podcenenie jeho možných dopadov** tak boli jednou z hybných síl, ktoré zmenili obraz ekonomickej reality súčasného sveta, ako sme ho ešte donedávna poznali.

Doktorandská dizertačná práca odкрýva tiež skutočnosť, že na finančnom trhu existujú vhodné nástroje na ovládanie úverového rizika. Dlžník by mal mať vedomosti o týchto nástrojoch, resp. mal by využiť poradenské služby orientované týmto smerom. Ignorovanie rizika vyplývajúceho z úverových vzťahov môže byť pre dlžníka veľmi nebezpečné.

Výsledky výskumu som zhrnul do nasledovných teoretických a praktických prínosov:

- **úverové riziko nie je len abstraktný pojem, ale je spojené s každým úverovým vzťahom,**
- **úverové riziko postihuje ako veriteľa, tak aj dlžníka. Obidve strany sa musia preto zaoberať manažmentom úverového rizika, osobitne jeho analýzou „ex ante“,**
- **prvým krokom k úspešnému manažovaniu úverového rizika je to, aby si dlžník uvedomil existenciu a hrozbu úverového rizika, ktoré na seba preberá prijatím úveru, a možné dopady tohto rizika na jeho finančné zdravie. Mnohým podnikateľom by to malo priniesť zásadnú zmenu v ich úverovom rozhodovaní,**
- **veriteľ ako aj dlžník musia skúmať, ako sa prejaví prijatie konkrétneho úveru na finančné zdravie dlžníka. Poruchy vo finančnom zdraví dlžníka ohrozujú plnenie dlhovej služby voči veriteľovi a následne môžu viesť až k úpadku podniku dlžníka. Túto analýzu je potrebné uskutočniť pred uzatvorením úverového vzťahu (uplatnenie prístupu „ex ante“). Analýza by mala zahrnúť vplyv všetkých faktorov úverového rizika a ich možné dopady s prihliadnutím na podmienky externého a interného prostredia**

dlžníka. Konečná zodpovednosť za splatenie úveru je však vždy na strane dlžníka a preto je primárne v jeho záujme, aby bolo jeho úverové riziko s možnými negatívnymi dôsledkami minimálne,

- riziko vyplýva najmä z toho, že predmetné plnenie, ktoré má charakter úverového vzťahu, je potrebné v určitom časovom okamžiku v budúcnosti vrátiť. Dlžník by si mal uvedomiť potrebu zosúladenia termínovanosti a návratnosti úveru,
- dlžník zvyčajne prijaté úverové plnenie nedrží v ich pôvodnej podobe (napr. peňažné prostriedky), ale ich investuje do aktív z rôznym stupňom likvidnosti. Úverové riziko tak často súvisí s rizikom tretej strany (napr. dlžník poskytne tretej strane dodávateľský úver, pričom od jeho úhrady závisí schopnosť dlžníka vyrovnať svoj úverový záväzok). Tento fakt však dlžníka nezbavuje jeho povinnosť uhradiť plnú čiastku dlhovej služby,
- podmienky prijatého úveru by mali zodpovedať účelu, na ktorý sa majú úverové prostriedky použiť (napr. dlhodobý investičný úver na financovanie dlhodobých projektov). Je nevyhnutné zachovávať zlaté bilančné pravidlo, a to z hľadiska objemového, časového i menového súladu,
- nesprávny odhad dôsledkov úverového rizika v procese tvorby finančného plánu môže mať negatívny vplyv na obidve zmluvné strany, pričom konkrétne dôsledky závisí od dohodnutých podmienok v úverovej zmluve, osobitne tých, ktoré vyplývajú zo základných zásad úverovej politiky obchodných bánk,
- jednoduchým nástrojom na manažovanie úverového rizika je skóringová karta. Túto zostavuje dlžník vo fáze tvorby finančného plánu. Umožňuje eliminovať vznik úverového rizika, prípadne jeho možné negatívne prejavy,
- skóringová karta je v praxi použiteľná, čo bolo overené na príklade obsahujúcom všetky faktory úverového rizika,
- žiaden dlžník by sa nemal pri stanovení podmienok úverového vzťahu spoliehať výlučne na rady inštitúcie poskytujúcej úver. Sám by mal spoznať možné negatívne dopady úverového rizika, ako aj faktory jeho vzniku. To opäť podčiarkuje úlohu a zodpovednosť finančných manažérov – špecialistov. Výsledky analýzy úverového rizika by mal využiť pri koncipovaní svojej žiadosti s ohľadom na podmienky úveru,
- úverové riziko je možné redukovať, resp. eliminovať. Na trhu existujú nástroje na elimináciu, resp. zmiernenie dopadu jednotlivých faktorov úverového rizika (napr. finančné deriváty),

- **veľká časť faktorov úverového rizika je eliminovateľná nástrojmi, ktoré poskytujú samotné podmienky úveru, ako je jeho výška, mena, typ úrokovej sadzby a pod. Nákladom na aplikáciu takýchto nástrojov sú vedomosti a skúsenosti s ich vhodným nastavením,**
- **je potrebné trvalé vzdelávanie podnikateľských subjektov v oblasti manažmentu úverového rizika a čo najdetailnejšieho poznania kapitálového trhu.**

Čiastkovým cieľom mojej doktorandskej dizertačnej práce bolo poskytnúť podnikom a odbornej verejnosti informácie a dôvody o potrebe vzdelávania v úverovom rozhodovaní. Dlužníci si musia pred vstupom do úverového vzťahu uvedomiť, že úver nerieši iba ich akútny problém nedostatku efektívnych peňažných prostriedkov, ale že vstupom do úverového vzťahu na seba preberajú úverové riziko v rôznych javových formách. Práca súčasne upozorňuje na biele miesta ekonomickej teórie, ktorá pristupuje k úverovému riziku len z pohľadu veriteľa.

V konečnom dôsledku úver ako nástroj úverového vzťahu medzi veriteľom a dlžníkom je nebezpečný pre oboch účastníkov. Ak úverové riziko dlžníka vedie k zániku podniku, môže mať negatívny dopad aj na finančné zdravie veriteľa. To v konečnom dôsledku potvrdzujú aj príčiny vzniku súčasnej celosvetovej finančnej krízy.

---

## SUMMARY

---

Presented dissertation is focused on credit risk with all its aspects. Other than usual approach in economical theories, I have decided to analyze the credit risk from the perspective of the debtor who in my opinion also bears risk by taking of a credit. This approach is not very common, as many authors consider the credit risk primarily from the viewpoint of a creditor. The idea for choosing of this topic comes from my banking practice when I realized how many debtors are not aware of the risk arising from credits. The common debtor concentrates just on maximalisation of credit amount and reducing of the credit charges.

The aim of this dissertation is elaboration of credit risk theory in relation to the risk classification, credit risk factors and risk management with applying of theoretical knowledge on a practical example.

In my dissertation I have analyzed the credit risk from general perspective with the aim to make a risk classification to define the credit risk as one part of the economical risks. I have used objective approach for creating of risk classes. Within this classification credit risk was ordered under financial risks.

After defining of the credit risk within the risk classification, I have focused on the credit risk and analyzed all its factors and their effects on the debtor's undertaking. Detailed knowledge of the risk is inevitable assumption for active risk management. I have applied possible ways for risk management of all credit risk factors. The aim was to eliminate or to reduce impacts of the respective factors of the credit risk. To make the credit risk management as effective as possible, I have suggested a simple score card that should help the debtor to analyze and identify all relevant factors of the credit risk. The score cards should also be used as basis for decision process regarding applying of risk management instruments.

Afterwards, I have demonstrated the approach described in theoretical part on a practical example. To achieve maximal complexity and to show all aspects of the credit risk, I decided for a long term financing for construction and renting of a office building. The enter data are based on real market conditions with some adjustments. The credit risk and its factors arising from the loan were deeply analyzed and I have applied suitable instruments of risk management. This example shows how the debtor can easily and with low costs reduce the risk arising from the loan.

The topic dealing with credit risk is not new, but I think that most of the attention is paid to the creditors. The debtors often do not know what impacts a credit might have on their business. I have tried to show that managing of a credit risk is not a mythology and that it can be done just with some effort.

But, it can prevent the debtors from bigger problems if they just let their business to face all possible impacts of the credit risk.

---

## ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

---

1. Čunderlík, D. 2000. *Podnikateľské riziko*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2000.
2. Stoklasa, J. 1991. *Podnikání a riziko*. Praha: Institut moderního průmyslu, 1991
3. Jassinger, A. - Pinka, D. 1989. *Rozhodovanie v riadení priemyselného podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo Práca, 1989.
4. Varcholová, T. - Čunderlík, D. 1997. *Podnikateľské riziká - Praktikum*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 1997.
5. Varcholová, T. 1996. *Podnikateľské riziká*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 1996.
6. Vlachynský, K. a kol. 1996. *Finančný manažment*. Bratislava: ELITA, 1996
7. Strinková, V. a kol. 1995. *Investičná politika podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 1995.
8. Jílek, J. 2000. *Finanční rizika*. Praha: GRADA Publishing, 2000.
9. Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Riadenie rizika úverového procesu*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001.
10. Dorociaková, B. - Kapášová, S. 2001. *Úverové zručnosti*. Bratislava: Národná banka Slovenska, Inštitút bankového vzdelávania, 2001.
11. Mařík, M. 1998. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998.
12. Caouette, J.B. - Altman, E.I. - Narayanan, P. 1998. *Managing credit risk*. New York: John Wiley&Sons, 1998.
13. Beenhakker, H.L. 1997. *Risk management in project finance and implementation*. London: Quorum books, 1997.
14. Baguley, P. 1999. *Optimales Projektmanagement*. Niedernhausen/Ts.: Falken Verlag, 1999.
15. Wächtershäuser, M. 1971. *Kreditrisiko und Kreditentscheidung im Bankbetrieb*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1971
16. Brühwiler, B. - Stahlmann, B.H. - Gottschling, L.D. 1999. *Innovative Risikofinanzierung*. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, 1999.
17. Nináčová, V. 2004. *Dlhové financovanie podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2004.
18. Pilková, A. a kol. 1994. *Firemné plánovanie*. Bratislava: ELITA, 1994.
19. Fetisovová, E. 2007. *Rizikový kapitál – alternatívny zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2007.
20. Čunderlík, D. – Rybárová, D. 2009. *Riziká tvorby a hodnotenia podnikateľských projektov*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009
21. Wolf, M. 2009. In *Financial Times*, 28.október 2009
22. Gonda, P. 2008. Finančná kríza: dôsledok viditeľnej ruky štátu. In *Konzervatívne listy*. 10/2008

23. Markovič, P. 2003. *Finančné riziko vo finančnom rozhodovaní podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2003.
24. Zalai, K. a kol. 2000. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint vŕa, 2000.
25. Autorský kolektív. 1995. *Ekonomická encyklopédia*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint Bratislava, 1995.
26. Baláž, P. a kol. 1995. *Medzinárodné podnikanie*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint Bratislava, 1995.
27. Neumaierová, I. – Neumaier, I. 2002. *Výkonnosť a tržní hodnota firmy*. Praha: GRADA Publishing, 2002.
28. Nevitt, P.K. – Fabozzi, F.J. 2000. *Project Financing*. London: Euromoney books, 2000.
29. Durčáková, J. – Mandel, M. 2000. *Mezinárodní finance*. Praha: Management Press, 2000.
30. Hrvolová, B. 2001. *Analýza finančných trhov*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint vŕa, 2001.
31. Polednáková, A. – Bikár, M. – Kmetko, M. 2006. *Medzinárodný finančný manažment*. Bratislava: IURA Edition, 2006. 352 s.
32. EUROBIZNIS 12/2009
33. Finančný radca 1-2/2000
34. PriceWaterhouse 1994. *Úvod do řízení úvěrového rizika*. Praha: Vydavateľstvo Management Press, 1994.

## Zákony

1. Zákon č. 595/2003 Z.z. o dani z príjmov
2. Zákon č. 222/2004 o dani z pridanej hodnoty
3. Zákon č. 276/2009 Z.z. o opatreniach na zmiernenie vplyvov globálnej finančnej krízy na bankový sektor a o zmene a doplnení niektorých zákonov
4. Zákon č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve
5. Zákon č. 483/2001 Z.z. o bankách

## Internetové stránky

1. [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk)
2. [www.biatec.sk](http://www.biatec.sk)
3. [www.etrend.sk](http://www.etrend.sk)
4. [www.hnx.sk](http://www.hnx.sk)
5. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
6. [www.fini.sk](http://www.fini.sk)
7. [www.openiazoch.sk](http://www.openiazoch.sk)
8. <http://blog.etrend.sk/martin-bruncko/2008/10/21/priciny-financnej-krizy-su-velmi-jednoduche/>
9. <http://www.cikomodity.com/index.php?action=vzdelavanie-financna-kriza-zhrnutie>

10. [http://www.financnik.sk/financie.php?did=ekonomicky-slovnik-vysvetlenie-pojmu&dict=435&page\\_slovnik=2](http://www.financnik.sk/financie.php?did=ekonomicky-slovnik-vysvetlenie-pojmu&dict=435&page_slovnik=2)
11. <http://referaty.atlas.sk/odborne-humanitne/ekonomia/26851/podstata-zasady-a-rizika-uverovych-obchodov>
12. <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=1404>
13. <http://theses.cz/id/ewgj5m/>
14. <http://diplomovka.sme.sk/praca/3046/risk-management-in-banking.php>
15. [http://www.sas.com/offices/europe/slovakia/press/2004/details/05\\_SAS\\_cr\\_edit\\_risk\\_solution.pdf](http://www.sas.com/offices/europe/slovakia/press/2004/details/05_SAS_cr_edit_risk_solution.pdf)
16. <http://banky.hnonline.sk/c1-22956050-zvladnutie-rizika-je-meradlom-uspechu>
17. <http://www.bpx.cz/uverove-riziko/>
18. <http://web.tuke.sk/ekf-kbai/Osnovy/BankOperacie.htm>
19. <http://theses.cz/id/uw8sr3/>
20. <http://www.fernback.com/fs/11side551.html>
21. [http://sk.wikipedia.org/wiki/Swap\\_na\\_kreditné\\_zlyhanie](http://sk.wikipedia.org/wiki/Swap_na_kreditné_zlyhanie)
22. [http://www.superglossary.com/sk/Definition/Finance/Credit\\_Risk.html](http://www.superglossary.com/sk/Definition/Finance/Credit_Risk.html)
23. <http://financie.etrend.sk/investicie/od-coho-zavisia-uroky-z-vkladov-a-uverov.html>
24. [http://www.obxrestaurants.com/femhelp/archiv/podnikatelske\\_riziko\\_vyprac\\_otazky.doc](http://www.obxrestaurants.com/femhelp/archiv/podnikatelske_riziko_vyprac_otazky.doc)
25. [http://www.econ.umb.sk/upload/predmet/1065/Posudzovanie\\_uveroveho\\_rizika.ppt](http://www.econ.umb.sk/upload/predmet/1065/Posudzovanie_uveroveho_rizika.ppt)
26. [http://is.muni.cz/th/171933/esf\\_b/Bakalarska\\_praca.doc](http://is.muni.cz/th/171933/esf_b/Bakalarska_praca.doc)
27. [http://wikipedia.infostar.cz/c/cr/credit\\_risk.html](http://wikipedia.infostar.cz/c/cr/credit_risk.html)
28. [http://www.csob.sk/Files/Documents/FinSkupina/Fin\\_udaje/polrocna\\_2008\\_istiro.pdf](http://www.csob.sk/Files/Documents/FinSkupina/Fin_udaje/polrocna_2008_istiro.pdf)
29. [http://digitool.is.cuni.cz/R/?func=dbin-jump-full&object\\_id=46035&local\\_base=GEN01](http://digitool.is.cuni.cz/R/?func=dbin-jump-full&object_id=46035&local_base=GEN01)
30. <http://www.ceeol.com/aspx/issuedetails.aspx?issueid=0c005202-a32b-40eb-8a1d-9fd68b7d3424&articleId=739f82c1-9965-41cc-a2b9-f02c04c265a6>
31. [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-SlovakRepublic/Local%20Assets/Documents/sk\(sk\)\\_5\\_aktualne\\_vplyvy\\_financnej\\_krizy\\_160309.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-SlovakRepublic/Local%20Assets/Documents/sk(sk)_5_aktualne_vplyvy_financnej_krizy_160309.pdf)
32. [http://www2.zf.jcu.cz/public/departments/kre/konference\\_model\\_2002/sbornik/prispevky/doc/22.sebo.doc](http://www2.zf.jcu.cz/public/departments/kre/konference_model_2002/sbornik/prispevky/doc/22.sebo.doc)
33. <http://www.kpmg.sk/index.shtml/sk/services/Advisory/FRM/index.html>
34. <http://search.hladas.sk/txt.php?cat=18&referat=17>
35. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus4/finfocus4\\_sk.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus4/finfocus4_sk.pdf)
36. [http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10002750-15351090-900000\\_detail-klasifikovane-uvery-a-rizika-ceskych-bank](http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10002750-15351090-900000_detail-klasifikovane-uvery-a-rizika-ceskych-bank)
37. <http://www.tahaky-referaty.sk/Bankovnictvo/16959/>
38. [http://www.konference.cz/photos\\_files/akce\\_1444\\_3\\_C0753.pdf](http://www.konference.cz/photos_files/akce_1444_3_C0753.pdf)
39. [http://www.oskole.sk/?id\\_cat=1013&clanok=2466](http://www.oskole.sk/?id_cat=1013&clanok=2466)
40. [http://fsi.uniza.sk/kkm/zamestnanci/klucka/risk\\_man\\_pod.doc](http://fsi.uniza.sk/kkm/zamestnanci/klucka/risk_man_pod.doc)

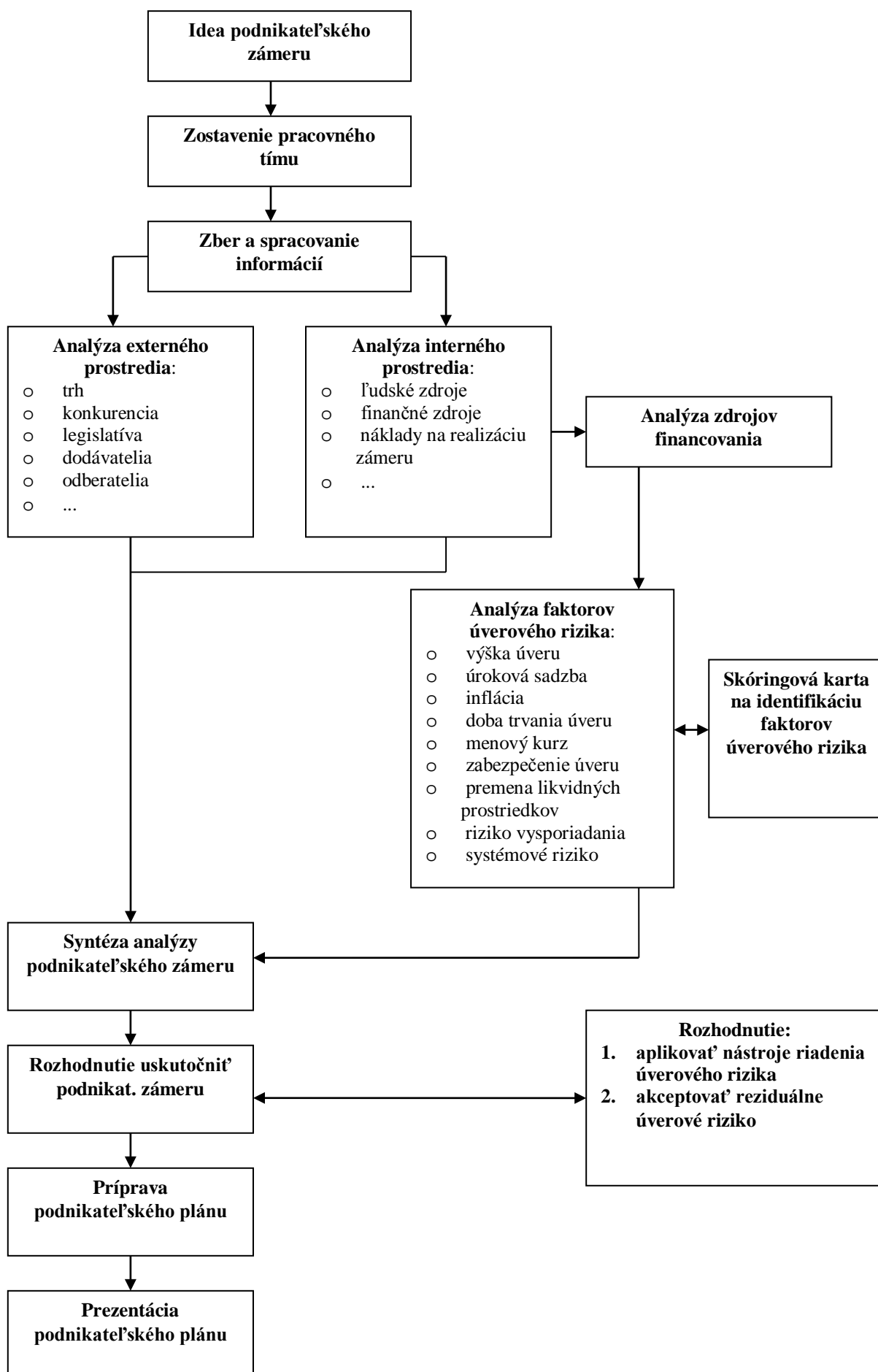
41. <http://ako-investovat.sk/index.php/rozhovory/63-zahranine-osobnosti/114-financna-kriza-diskusia>
42. <http://referaty-seminarky.sk/uverovany-a-hypotekarny-uver/>
43. [http://www.euroreportplus.sk/index.php?s\\_id=9&cl\\_id=20030405](http://www.euroreportplus.sk/index.php?s_id=9&cl_id=20030405)
44. [http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2008-2009/FS\\_2008-2009\\_clanek\\_3.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009_clanek_3.pdf)
45. [http://www.gemoney.cz/vz2005/vz/uv\\_riziko.htm](http://www.gemoney.cz/vz2005/vz/uv_riziko.htm)
46. [http://www.slsp.sk/downloads/bazilej2\\_sk.pdf](http://www.slsp.sk/downloads/bazilej2_sk.pdf)
47. <http://www.moodyscentraleurope.com/mdcsPage.aspx?mdcsId=15&template=showhighlight&source=Czech/HomePage/2/Body>
48. [http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/8AEF41FF3B72230CC1256C3800341295/\\$FILE/priloha\\_1.rtf](http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/8AEF41FF3B72230CC1256C3800341295/$FILE/priloha_1.rtf)
49. <http://www.spspart.edu.sk/oa/predmety/poe/305-bankova-sustava.doc>
50. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2006/html/pr060113.sk.html>
51. <http://financie.etrend.sk/banky/o-stvrtinu-menej-uverov.html>
52. <http://referaty.hladas.sk/referat.php/financne-rizika-podniku-a-ich-zmiernovanie/26/16047>
53. <http://hnonline.sk/ekonomika/c1-34406070-ako-minimalizovat-riziko-v-podnikani>

---

## PRÍLOHY

---

Príloha č.1	Proces tvorby podnikateľského zámeru
Príloha č.2	Plán hotovostných tokov – realistický variant
Príloha č.3	Plán hotovostných tokov – pesimistický variant
Príloha č.4	Skóringová karta
Príloha č.5	Skóringová karta – prípadová štúdia



**Plán hotovostných tokov projektu výstavby administratívnej budovy**  
**Realistický variant**

údaje sú v USD	Fáza výstavby	Investičná fáza	→																	
	14 mesiacov	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
Nájomné v USD/m2/mesiac																				
Kancelárske priestory	0,00	14,25	14,54	14,83	15,12	15,42	15,73	16,05	16,37	16,70	17,03	17,37	17,72	18,07	18,43	18,80	19,18	19,56		
Parkoviská - garáže	0,00	67,50	68,85	70,23	71,63	73,06	74,53	76,02	77,54	79,09	80,67	82,28	83,93	85,61	87,32	89,06	90,85	92,66		
Parkoviská - vonkajšie	0,00	52,50	53,55	54,62	55,71	56,83	57,96	59,12	60,31	61,51	62,74	64,00	65,28	66,58	67,91	69,27	70,66	72,07		
Nájomné celkom p.a.	0	1 557 900	1 589 058	1 620 839	1 653 256	1 686 321	1 720 047	1 754 448	1 789 537	1 825 328	1 861 835	1 899 071	1 937 053	1 975 794	2 015 310	2 055 616	2 096 728	2 138 663		
		70%	30%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%		
Neprenajaté priestory p.a.	0	-467 370	-317 812	-162 084	-165 326	-168 632	-172 005	-175 445	-178 954	-182 533	-186 183	-189 907	-193 705	-197 579	-201 531	-205 562	-209 673	-213 866		
<b>Čisté nájomné p.a.</b>	<b>0</b>	<b>1 090 530</b>	<b>1 271 246</b>	<b>1 458 755</b>	<b>1 487 930</b>	<b>1 517 689</b>	<b>1 548 043</b>	<b>1 579 004</b>	<b>1 610 584</b>	<b>1 642 795</b>	<b>1 675 651</b>	<b>1 709 164</b>	<b>1 743 348</b>	<b>1 778 215</b>	<b>1 813 779</b>	<b>1 850 054</b>	<b>1 887 055</b>	<b>1 924 797</b>		
- Náklady prevádzky		-37 500	-38 625	-39 784	-40 977	-42 207	-43 473	-44 777	-46 120	-47 504	-48 929	-50 397	-51 909	-53 466	-55 070	-56 722	-58 424	-60 176		
- Opravy a údržba	<i>náklady počas výstavby sú súčasťou rozpočtu projektu</i>	-32 716	-33 697	-34 708	-35 750	-36 822	-37 927	-39 064	-40 236	-41 444	-42 687	-43 967	-45 286	-46 645	-48 044	-49 486	-50 970	-52 499		
- Dane a poplatky		-3 750	-3 863	-3 978	-4 098	-4 221	-4 347	-4 478	-4 612	-4 750	-4 893	-5 040	-5 191	-5 347	-5 507	-5 672	-5 842	-6 018		
- Poistné		-7 500	-7 725	-7 957	-8 195	-8 441	-8 695	-8 955	-9 224	-9 501	-9 786	-10 079	-10 382	-10 693	-11 014	-11 344	-11 685	-12 035		
- Odpisy		-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975		
		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%		
- Prevádzková rezerva		-27 263	-31 781	-36 469	-37 198	-37 942	-38 701	-39 475	-40 265	-41 070	-41 891	-42 728	-43 581	-44 448	-45 329	-46 224	-47 134	-48 059	-49 000	
- Úroky z bankového úveru	<i>kapitalizácia úrokov</i>	-737 368	-722 691	-698 423	-667 747	-634 165	-597 700	-558 491	-516 500	-471 586	-423 605	-373 261	-320 449	-264 200	-204 345	-140 703	-73 103	-19 142		
<b>HV pred zdanením</b>	<b>-530 542</b>	<b>-342 111</b>	<b>-137 539</b>	<b>-81 010</b>	<b>-21 084</b>	<b>42 225</b>	<b>106 788</b>	<b>178 652</b>	<b>251 965</b>	<b>328 885</b>	<b>365 987</b>	<b>447 988</b>	<b>533 978</b>	<b>624 134</b>	<b>718 645</b>	<b>817 704</b>	<b>903 710</b>			
Daň z príjmov 19%		0	0	0	0	0	-8 023	-20 670	-33 944	-47 873	-62 488	-78 537	-95 118	-112 456	-130 586	-149 543	-169 364	-171 705		
Odpisy		774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975		
<b>Hotovostný tok brutto</b>	<b>244 433</b>	<b>432 864</b>	<b>637 436</b>	<b>693 965</b>	<b>753 891</b>	<b>809 178</b>	<b>863 093</b>	<b>919 683</b>	<b>979 067</b>	<b>1 041 372</b>	<b>1 071 424</b>	<b>1 137 845</b>	<b>1 207 497</b>	<b>1 280 524</b>	<b>1 357 077</b>	<b>1 437 315</b>	<b>1 506 980</b>			
- Splátka istiny bankového úveru	<i>odklad splátok</i>	-197 696	-377 853	-573 839	-629 137	-687 809	-742 196	-795 411	-851 306	-910 001	-971 624	-1 022 642	-1 068 415	-1 107 429	-1 139 828	-1 165 767	-1 185 403	-1 200 682		
		-197 681	-377 838	-573 824	-629 121	-687 793	-742 183	-795 399	-851 293	-909 988	-971 611	-1 022 630	-1 068 403	-1 107 416	-1 139 816	-1 165 754	-1 185 390	-1 200 682		
<b>Hotovostný tok netto</b>	<b>46 737</b>	<b>55 011</b>	<b>63 597</b>	<b>64 828</b>	<b>66 981</b>	<b>67 682</b>	<b>68 981</b>	<b>69 682</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>	<b>69 706</b>		
<b>Kumulovaný hotovostný tok</b>	<b>46 737</b>	<b>101 748</b>	<b>165 345</b>	<b>230 173</b>	<b>296 255</b>	<b>363 237</b>	<b>430 918</b>	<b>499 295</b>	<b>568 361</b>	<b>638 109</b>	<b>706 891</b>	<b>776 321</b>	<b>846 389</b>	<b>917 085</b>	<b>988 395</b>	<b>1 060 307</b>	<b>1 133 013</b>	<b>1 206 319</b>		
Zostatok úveru		14 359 344	13 981 491	13 407 651	12 778 515	12 090 706	11 348 510	10 553 098	9 701 793	8 791 792	7 820 167	6 817 525	5 749 110	4 611 681	3 401 852	2 116 086	750 682	0		
Dlhová služba p.a.		935 064	1 100 544	1 272 262	1 296 884	1 321 974	1 339 896	1 353 902	1 367 806	1 381 587	1 395 229	1 375 903	1 388 865	1 401 629	1 414 174	1 426 474	1 438 506	769 825		
DSCR		105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	198%		
Hotovostný tok netto bez splátok		1 304 254	1 326 030	1 348 149	1 374 334	1 401 019	1 420 994	1 437 326	1 453 623	1 469 868	1 486 045	1 471 133	1 486 800	1 502 349	1 517 760	1 533 012	1 548 082	1 565 990	1 565 990	
Diskontná sadzba		9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,5%	
Odtročiteľ		0,91743119	0,85733882	0,79383224	0,735029853	0,6805832	0,63016963	0,5834904	0,54026888	0,50024897	0,46319349	0,42882826	0,39711376	0,36769792	0,34046104	0,3152417	0,29189047	0,27026895	3,89937358	
SH hotovostného toku		1 196 563	1 136 857	1 070 204	1 010 176	953 510	895 467	838 666	785 347	735 300	688 326	630 944	590 429	552 411	516 738	483 269	451 870	423 239	6 106 381	

ZÁKLADNÉ ÚDAJE	
Prenajímateľná plocha	
- kancelárske priestory	8 000 m2
- parkoviská - garáže	180 #
- parkoviská - vonkajšie	70 #
Indexácia - nájomné	2,0%
Indexácia - prevádzkové náklady	3,0%
Obstarávací cena HIM	15 499 500
Úroková sadzba p.a.	
- fáza výstavby	4,50%
- investičná fáza	5,10%
Výmenný kurz	
- aktuálny	1,50 USD/EUR
- forward 14M	1,52 USD/EUR
Požadované minimálne DSCR p.a.	105%
Výška úveru - investičná fáza	14 557 040 EUR
Súčasná hodnota projektu	19 065 698 EUR
Čistá súčasná hodnota projektu	1 109 198 EUR

AKTÍVA	EUR	USD	Podiel na aktívach
Pozemok	600 000	900 000	5%
Projektantská činnosť	334 000	501 000	3%
Objekt	10 333 000	15 499 500	86%
Finančné náklady	504 000	756 000	4%
Právne služby	50 000	75 000	0%
Marketing	67 000	100 500	1%
Sprostredkovat. provízie	83 000	124 500	1%
<b>SPOLU</b>	<b>11 971 000</b>	<b>17 956 500</b>	<b>100%</b>
PASÍVA	EUR	USD	Podiel na pasívach
Vlastné zdroje	2 394 000	3 591 000	20%
Cudzíe zdroje	9 577 000	14 365 500	80%
<b>SPOLU</b>	<b>11 971 000</b>	<b>17 956 500</b>	<b>100%</b>

**Plán hotovostných tokov projektu výstavby administratívnej budovy**  
**Pesimistický variant**

údaje sú v USD	Fáza výstavby																				
	15 mesiacov	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Nájomné v USD/m <sup>2</sup> /mesiac																					
Kancelárske priestory	0,00	13,54	13,81	14,08	14,37	14,65	14,95	15,25	15,55	15,86	16,18	16,50	16,83	17,17	17,51	17,86	18,22	18,58	18,96	19,33	19,72
Parkoviská - garáže	0,00	64,13	65,41	66,72	68,05	69,41	70,80	72,22	73,66	75,13	76,64	78,17	79,73	81,33	82,95	84,61	86,30	88,03	89,79	91,59	93,42
Parkoviská - vonkajšie	0,00	49,88	50,87	51,89	52,93	53,99	55,07	56,17	57,29	58,44	59,61	60,80	62,01	63,25	64,52	65,81	67,13	68,47	69,84	71,23	72,66
Nájomné celkom p.a.	0	1 480 005	1 509 605	1 539 797	1 570 593	1 602 005	1 634 045	1 666 726	1 700 061	1 734 062	1 768 743	1 804 118	1 840 200	1 877 004	1 914 544	1 952 835	1 991 892	2 031 730	2 072 364	2 113 812	2 156 088
	70%	35%	25%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Neprenajaté priestory p.a.	0	-518 002	-377 401	-230 970	-235 589	-240 301	-245 107	-250 009	-255 009	-260 109	-265 311	-270 618	-276 030	-281 551	-287 182	-292 925	-298 784	-304 759	-310 855	-317 072	-323 413
<b>Čistá nájomná p.a.</b>	<b>0</b>	<b>962 003</b>	<b>1 132 204</b>	<b>1 308 826</b>	<b>1 335 004</b>	<b>1 361 704</b>	<b>1 388 938</b>	<b>1 416 717</b>	<b>1 445 051</b>	<b>1 473 952</b>	<b>1 503 432</b>	<b>1 533 500</b>	<b>1 564 170</b>	<b>1 595 454</b>	<b>1 627 363</b>	<b>1 659 910</b>	<b>1 693 106</b>	<b>1 726 970</b>	<b>1 761 510</b>	<b>1 796 740</b>	<b>1 832 675</b>
- Náklady prevádzky	-37 500	-38 625	-39 784	-40 977	-42 207	-43 473	-44 777	-46 120	-47 504	-48 929	-50 397	-51 909	-53 466	-55 070	-56 722	-58 424	-60 176	-61 982	-63 841	-65 756	
- Opravy a údržba	-28 860	-29 726	-30 618	-31 536	-32 482	-33 457	-34 460	-35 494	-36 559	-37 656	-38 786	-39 949	-41 148	-42 382	-43 653	-44 963	-46 312	-47 701	-49 132	-50 606	
- Dane a poplatky	-3 750	-3 863	-3 978	-4 098	-4 221	-4 347	-4 478	-4 612	-4 750	-4 893	-5 040	-5 191	-5 347	-5 507	-5 672	-5 842	-6 018	-6 198	-6 384	-6 576	
- Poistné	-7 500	-7 725	-7 957	-8 195	-8 441	-8 695	-8 955	-9 224	-9 501	-9 786	-10 079	-10 382	-10 693	-11 014	-11 344	-11 685	-12 035	-12 396	-12 768	-13 151	
- Odpisy	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	-774 975	
- Prevádzková rezerva	-24 050	-28 305	-32 721	-33 375	-34 043	-34 723	-35 418	-36 126	-36 849	-37 586	-38 336	-39 097	-39 869	-40 652	-41 445	-42 248	-43 061	-43 884	-44 717	-45 560	
- Úroky z bankového úveru	-802 085	-796 700	-782 032	-761 340	-738 225	-712 525	-684 070	-652 681	-618 165	-580 368	-540 254	-497 989	-452 637	-404 034	-352 008	-296 379	-236 959	-173 551	-105 946	-35 534	
<b>HV pred zdanením</b>	<b>-716 716</b>	<b>-547 715</b>	<b>-363 237</b>	<b>-319 493</b>	<b>-272 889</b>	<b>-223 256</b>	<b>-170 417</b>	<b>-114 181</b>	<b>-54 350</b>	<b>9 239</b>	<b>37 294</b>	<b>105 567</b>	<b>177 416</b>	<b>253 013</b>	<b>332 540</b>	<b>416 185</b>	<b>504 146</b>	<b>596 631</b>	<b>693 856</b>	<b>794 442</b>	
Daň z príjmov 19%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1 755	-7 086	-20 058	-33 709	-48 072	-63 183	-79 075	-95 788	-113 360	-131 833	-150 944	
Odpisy	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	774 975	
<b>Hotovostný tok brutto</b>	<b>58 259</b>	<b>227 260</b>	<b>411 738</b>	<b>465 482</b>	<b>502 086</b>	<b>551 719</b>	<b>604 558</b>	<b>660 794</b>	<b>720 625</b>	<b>782 459</b>	<b>805 183</b>	<b>860 484</b>	<b>918 682</b>	<b>979 915</b>	<b>1 044 332</b>	<b>1 112 085</b>	<b>1 183 333</b>	<b>1 258 246</b>	<b>1 336 998</b>	<b>1 418 473</b>	
- Splátka istiny bankového úveru	-17 290	-178 500	-354 892	-397 538	-443 024	-491 517	-543 195	-598 247	-656 873	-717 562	-741 115	-795 795	-853 381	-914 013	-977 840	-1 045 015	-1 115 700	-1 190 065	-1 268 286	-1 349 235	
<b>Hotovostný tok netto</b>	<b>40 969</b>	<b>48 760</b>	<b>56 846</b>	<b>57 944</b>	<b>59 062</b>	<b>60 202</b>	<b>61 363</b>	<b>62 546</b>	<b>63 752</b>	<b>64 897</b>	<b>64 068</b>	<b>64 689</b>	<b>65 301</b>	<b>65 902</b>	<b>66 492</b>	<b>67 070</b>	<b>67 633</b>	<b>68 181</b>	<b>68 712</b>	<b>126 321</b>	
<b>Kumulovaný hotovostný tok</b>	<b>40 969</b>	<b>89 729</b>	<b>146 575</b>	<b>204 519</b>	<b>263 581</b>	<b>323 783</b>	<b>385 147</b>	<b>447 693</b>	<b>511 445</b>	<b>576 341</b>	<b>640 410</b>	<b>705 099</b>	<b>770 400</b>	<b>836 302</b>	<b>902 795</b>	<b>969 864</b>	<b>1 037 497</b>	<b>1 105 678</b>	<b>1 174 390</b>	<b>1 300 711</b>	
Zostatok úveru	14 574 710	14 396 210	14 041 318	13 643 780	13 200 756	12 709 240	12 166 044	11 567 797	10 910 924	10 193 362	9 452 247	8 656 452	7 803 071	6 889 058	5 911 218	4 866 203	3 750 503	2 560 438	1 292 152	0	
Dlhová služba p.a.	819 374	975 200	1 136 924	1 158 878	1 181 248	1 204 041	1 227 265	1 250 928	1 275 038	1 297 930	1 281 369	1 293 784	1 306 018	1 318 047	1 329 847	1 341 394	1 352 660	1 363 616	1 374 233	1 327 686	
DSCR	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	
Hotovostný tok netto bez splátok	1 240 510	1 261 225	1 282 266	1 307 170	1 332 550	1 358 415	1 384 774	1 411 635	1 439 009	1 465 324	1 454 450	1 471 053	1 487 582	1 504 018	1 520 338	1 536 523	1 552 547	1 568 386	1 584 014	1 599 678	
Diskontná sadzba	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Odhodnotenie	0,91743119	0,85733882	0,79383224	0,73502985	0,680563197	0,63016963	0,5834904	0,54026888	0,50024897	0,46319349	0,42886286	0,39711376	0,36769792	0,34046104	0,3152417	0,29189047	0,27026695	0,25024903	0,23171206	0,21454821	
SH hotovostného toku	1 138 083	1 081 298	1 017 904	960 809	906 911	856 032	808 002	762 663	719 863	678 729	623 789	584 175	546 981	512 059	479 274	448 496	419 605	392 487	367 035	343 208	

ZÁKLADNÉ ÚDAJE	
Prenajímateľná plocha	8 000 m <sup>2</sup>
- kancelárske priestory	180 #
- parkoviská - garáže	70 #
- parkoviská - vonkajšie	2,0%
Indexácia - nájomné	3,0%
Indexácia - prevádzkové náklady	15 499 500 USD
Obstarávací cena HIM	5,00%
Úroková sadzba p.a.	5,50%
- fáza výstavby	
- investičná fáza	
Výmenný kurz	1,50 USD/EUR
- aktuálny	
- forward 15M	
Požadované minimálne DSCR p.a.	105%
Výška úveru - investičná fáza	14 592 000 USD
Súčasná hodnota projektu	18 668 541 USD
Čistá súčasná hodnota projektu	668 541 USD

AKTÍVA		EUR	USD	Podiel na aktívach
Pozemok	600 000	900 000	5%	
Projektantská činnosť	334 000	501 000	3%	
Objekt	10 333 000	15 499 500	86%	
Finančné náklady	533 000	799 500	4%	
Právne služby	50 000	75 000	0%	
Marketing	67 000	100 500	1%	
Sprostredkovat. provízie	83 000	124 500	1%	
<b>SPOLU</b>	<b>12 000 000</b>	<b>18 000 000</b>	100%	
PASÍVA		EUR	USD	Podiel na pasívach
Vlastné zdroje	2 400 000	3 600 000	20%	
Cudzíe zdroje	9 600 000	14 400 000	80%	
<b>SPOLU</b>	<b>12 000 000</b>	<b>18 000 000</b>	100%	

## MANAŽMENT ÚVEROVÉHO RIZIKA - SKÓRINGOVÁ KARTA

FAKTORY ÚVEROVÉHO RIZIKA	Analýza relevantnosti faktora	Je tento faktor relevantný?	Dôsledok	Voľba nástroja risk manažmentu	Aplikácia nástroja risk manažmentu?
Výška úveru	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je výška úveru vzhľadom k mojim ročným tržbám a bilančnej sume významná (napr. viac ako 25% bilančnej sumy, 1/3 tržieb a pod.) ?</li> <li>✓ Môžem splácať dlhovú službu bez obmedzenia obnovovacích investícií ?</li> <li>✓ Bude moja finančná štruktúra po prijatí úveru naďalej akceptovateľná (dodržané zlaté bilančné pravidlo a pod.) ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Úroková sadzba	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Znášam riziko zmeny úrokovej sadzby ?</li> <li>✓ Dokážem pri danej úrokovej sadzbe platiť úroky?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Inflácia	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ohrozuje inflácia moju schopnosť platiť dlhovú službu ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Doba trvania úverového vzťahu	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Sú moje aktíva a pasíva dlžníka vecne a časovo zosúladené ?</li> <li>✓ Poskytuje mi daná doba splatnosti dostatočné rezervy na splácanie úveru ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Menový kurz	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Sú príslušné aktíva a pasíva použité na ich financovanie menovo kongruentné ?</li> <li>✓ Som pri splácaní dlhovej služby vystavený riziku zmeny menových kurzov ?</li> </ul>				
Zabezpečenie úveru	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Poskytujem za úver také zabezpečenie, že v prípade nesplatenia úveru budú ohrozené moje hlavné podnikateľské aktivity ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Zmena likvidnosti	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je podnikateľský zámer, do ktorého chcem investovať prijatý úver, dostatočne kvalitný ?</li> <li>✓ Zabezpečí mi daný podnikateľský zámer dostatok</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie

	prostriedkov na úhradu dlhovej služby ?				
Riziko vysporiadania	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je subjekt, prostredníctvom ktorého budem realizovať platobný styk, na finančnom trhu dostatočne dôveryhodný ?</li> <li>✓ Mám ja alebo niekto z okruhu mojich známych s daným subjektom nejaké skúsenosti ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie
Systémové riziko	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je dôvod sa obávať, že by mohli krajiny, ktoré priamo súvisia s danou úverovou transakciou (transfer peňažných prostriedkov, krajina veriteľa a pod.), danú úverovú transakciu negatívne ovplyvniť ?</li> </ul>	Áno / Nie	1 / 2 / 3		Áno / Nie

## PROJEKT VÝSTAVBY ADMINISTRATÍVNEJ BUDOVY EINSTEINOVA

## MANAŽMENT ÚVEROVÉHO RIZIKA

FAKTORY ÚVEROVÉHO RIZIKA	Analýza relevantnosti faktora	Je tento faktor relevantný?	Dôsledok	Voľba nástroja risk manažmentu	Aplikácia nástroja risk manažmentu?
Výška úveru	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je výška úveru vzhľadom k mojim ročným tržbám a bilančnej sume významná (napr. viac ako 25% bilančnej sumy, 1/3 tržieb a pod.) ?</li> <li>✓ Môžem splácať dlhovú službu bez obmedzenia obnovovacích investícií ?</li> <li>✓ Bude moja finančná štruktúra po prijatí úveru naďalej akceptovateľná (dodržané zlaté bilančné pravidlo a pod.) ?</li> </ul>	ÁNO	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Štrukturovanie úveru na základe modelu hotovostných tokov</li> <li>✓ Konzervatívny prístup k modelu, zakomponovanie dostatočných rezerv</li> <li>✓ Financovanie projektu z vlastných zdrojov a z dlhodobého bankového úveru</li> <li>✓ Použitie finančnej štruktúry 20:80</li> </ul>	ÁNO
Úroková sadzba	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Znášam riziko zmeny úrokovej sadzby ?</li> <li>✓ Dokážem pri danej úrokovej sadzbe platiť úroky?</li> </ul>	ÁNO	2	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Zakomponovanie rezerv na úroky počas fázy</li> </ul>	ÁNO

				<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ výstavby</li> <li>✓ Použitie fixnej úrokovej bázy počas investičnej fázy</li> </ul>	
Inflácia	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ohrozuje inflácia moju schopnosť platiť dlhovú službu ?</li> </ul>	ÁNO	1	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Zakomponovanie rastu cenovej hladiny do modelu hotovostných tokov</li> <li>✓ Použitie cenového indexu pri nájomnom</li> </ul>	ÁNO
Doba trvania úverového vzťahu	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Sú moje aktíva a pasíva dlžníka vecne a časovo zosúladené ?</li> <li>✓ Poskytuje mi daná doba splatnosti dostatočné rezervy na splácanie úveru ?</li> </ul>	ÁNO	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Dodržanie zlatého bilančného pravidla</li> <li>✓ Overenie doby trvania úveru modelom hotovostných tokov</li> </ul>	ÁNO
Menový kurz	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Sú príslušné aktíva a pasíva použité na ich financovanie menovo kongruentné ?</li> <li>✓ Som pri splácaní dlhovej služby vystavený riziku zmeny menových kurzov ?</li> </ul>	ÁNO	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Rovnaká mena použitá pri oboch fázach</li> <li>✓ Využitie forwardového obchodu pri konverzii úveru z EUR do USD</li> <li>✓ Príjmy a dlhová služba sú navzájom</li> </ul>	ÁNO

				menovo kongruentné	
Zabezpečenie úveru	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Poskytujem za úver také zabezpečenie, že v prípade nesplatenia úveru budú ohrozené moje hlavné podnikateľské aktivity ?</li> </ul>	NIE - projekt sa realizuje cez novú projektovú spoločnosť			
Zmena likvidnosti	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je podnikateľský zámer, do ktorého chcem investovať prijatý úver, dostatočne kvalitný ?</li> <li>✓ Zabezpečí mi daný podnikateľský zámer dostatok prostriedkov na úhradu dlhovej služby ?</li> </ul>	ÁNO	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Overenie doby trvania úveru modelom hotovostných tokov</li> <li>✓ Konzervatívny prístup k modelu, zakomponovanie dostatočných rezerv</li> <li>✓ Podrobná trhová analýza, využitie jej záverov v modely hotovostných tokov</li> </ul>	ÁNO
Riziko vysporiadania	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je subjekt, prostredníctvom ktorého budem realizovať platobný styk, na finančnom trhu dostatočne dôveryhodný ?</li> <li>✓ Mám ja alebo niekto z okruhu mojich známych s daným subjektom nejaké skúsenosti ?</li> </ul>	NIE		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Úhrada faktúr s dodatočným časovým predstihom</li> </ul>	ÁNO
Systémové riziko	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Je dôvod sa obávať, že by mohli krajiny, ktoré priamo súvisia s danou úverovou transakciou (transfer peňažných prostriedkov, krajina veriteľa a pod.), danú úverovú transakciu negatívne ovplyvniť ?</li> </ul>	NIE			