

FINANČNÝ MANAŽÉR

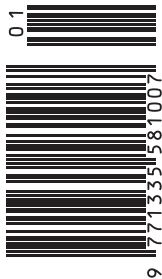
Ročník XI. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jar 2011



**SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY
BRATISLAVA**

CECGA

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



9 17713355810071

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XI. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jar 2011

ŮBSAH

□ ŮVODNÍK

Miloslava Zelmanová, šéfredaktorka 3

□ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TĚMY

SPRÁVA A RIADENIE ŠTÁTNYCH PODNIKOV – QUO VADIS?

Michal KOTLÁRIK..... 4

AKO ĎALEJ V APLIKÁCIÍ ALTMANOVHO MODELU?

Ladislav KABÁT..... 7

MIFID - REVIEW

Peter KORDULIAK 10

KREDITNÉ DERIVÁTY A SWAPY KREDITNÉHO ZLYHANIA PIIGS
KRAJÍN V ROKOCH 2006 – 2008

Lubomír PINTER..... 16

VÝVOJ POČTU ŮPADKOV A BANKROTOV ZA ROK 2010 V SR

Jana MARKOVÁ..... 20

UPRAVIŤ ODVODOVÝ SYSTĚM NA SLOVENSKU MÁ SVOJE RÁCIO,
AVŠAK AJ SVOJE AKTUÁLNE LIMITY

František PALKO 25

BILANČNÉ PODVODY PRI ZOSTAVENÍ ROČNEJ ŮČTOVNEJ
ZÁVIERKY PODĻA IFRS

Miloš TUMPACH 29

□ STRÁNKY SAF

TRADIČNÉ NOVOROČNÉ STRETNUTIE SAF – TENTOKRÁT
NA TĚMU ODVODOVÁ REFORMA

Andrej RĚVAY, prezident SAF..... 34

RECENZIA

Chajdiak J.: Pomerové ukazovatele ekonomiky firmy (J. Marková) 36

PRED NEDÁVNOM NÁS OPUSTIL KOLEGA

Nekrológ za Jozefom Knížatom (V. Bačišin) 37

□ ENGLISH SUMMARY 38



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

Ing. Peter Krištofík, PhD.

Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. – predseda

Ing. František Chvostaľ

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

Výkonný editor

Doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

Vydavateľ

Slovenská asociácia
podnikových finančníkov

Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

Oto Dóra – DESIGN

www.aldodesign.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadané do tlače

04. 04. 2011

ÚVODNÍK

**Milé kolegyně, kolegovia finančníci, priaznivci
Slovenskej asociácie podnikových finančníkov**



Prihováram sa Vám v mene redakčnej rady periodika Slovenskej asociácie podnikových finančníkov Finančný manažér. Našou snahou aj v tomto roku bude priniesť Vám aktuálne postrehy, skúsenosti, analýzy, či vedecké prístupy k problémom, ktoré, či už priamo alebo nepriamo ovplyvňujú rozhodnutia a konania podnikových finančníkov. Dovoľte mi predstaviť Vám novú predsedkyňu redakčnej rady, doc. Ing. Máriu Klimíkovú, PhD, ktorú poznáte ako našu aktívnu prispievateľku a ktorá aktívne prispieje k prieniku teórie a praxe na stránkach nášho periodika; čo je príslubom zvyšovania jeho odbornosti a rozšírenia čitateľskej obce.

Začiatkom roka sme sa stretli na každoročnej spoločnej odbornो-spoločenskej akcii SAF v Studenom; stručné zhodnotenie odbornej časti, ktorá bola venovaná aktuálnej téme - odvodovej reforme, nájdete v rubrike Stránky SAF. Získané poznatky od autora odvodovej reformy Richarda Sulíka si môžete rozšíriť o názory z príspevku riaditeľa Inštitútu hospodárskej politiky Františka Palka, ktorý ponúka pohľad na túto v súčasnom a najbližšom období dominujúcu tému (nielen v odborných kruhoch)

v kontexte makroekonomického prostredia Slovenska a jeho hospodárskej politiky ako celku.

Obdobie prvého polroka je aj obdobím hodnotiacim; po hektickom období spracovania ročných účtovných závierok pripravujeme výročné správy a podklady pre konanie valných zhromaždení našich spoločností. Inšpiráciou, resp. poučením Vám môžu byť aj informácie, ktoré ponúkajú autori článkov venovaných správe a riadeniu štátnych podnikov, či možných bilančných podvodov pri zostavovaní ročných účtovných závierok. Hodnotitelia výsledkov hospodárenia spoločností možno siahnu po publikácii „Ciele a meranie ekonomiky firmy“ od renomovaného odborníka, ktorej recenziu Vám tiež ponúkame.

V odbornej časti nášho periodika pokračujeme aj tento rok v poskytovaní priestoru mladým vedeckým pracovníkom univerzít prezentujúcim nové aspekty formovania finančného prostredia, ako aj skúseným odborníkom, ponúkajúcim nové pohľady podložené praxou na teoretické modely hodnotenia finančného zdravia našich spoločností.

Aktuálne jarné číslo Finančného manažéra sa Vám, milí čitatelia, dostáva do rúk v období konania valného zhromaždenia Slovenskej asociácie podnikových finančníkov, na ktorom zhodnotíme naše spolupôsobenie na odbornej scéne hospodárskeho života Slovenska. Zažejajme si spolu nielen úspešné rokovanie, ale aj hodnotné nápady a ich efektívne riešenia pre vytvorenie lepších ekonomických podmienok podnikateľského prostredia a celkového hospodárskeho rastu nášho Slovenska ako súčasť európskej rodiny.

So želaním príjemnej jari

*Miloslava Zelmanová
šéfredaktorka*

Správa a riadenie štátnych podnikov - Quo vadis?

Michal Kotlárík

CECGA
CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



„Hlavnou výzvou je nájsť rovnováhu medzi zodpovednosťou štátu za aktívny výkon funkcií vlastníka, ako je napríklad menovanie a voľba členov orgánov, pričom by sa mal súčasne strániť toho, aby neprímeranie politicky nezasahoval do riadenia spoločnosti. Ďalšou dôležitou výzvou je zaistiť, aby bola zachovaná rovnosť šancí na trhu, kde súkromný sektor môže súťažiť so štátom vlastnenými podnikmi a aby sa vláda nesažila narušiť hospodársku súťaž s využitím svojich regulačných alebo kontrolných funkcií.“

*Donald Johnston, Generálny sekretár OECD,
Úvod k Usmerneniam OECD týkajúcich sa správy
a riadenia štátom vlastnených podnikov.*

V uplynulých mesiacoch sme mali možnosť v médiách zaznamenať viaceré články upozorňujúce na prešľapy štátu vo vzťahu k správe a riadeniu štátnych podnikov¹. Reakciou na ne boli samozrejme aj návrhy na ich riešenie. Jedni sa snažili adresovať vybrané problémy ex post, iní navrhovali systémové riešenia a niektorí už tradične ako jediný zaručený návod na odstránenie štátnej korupcie navrhli privatizáciu. Tento článok nebude polemizovať nad tým, či by bolo z ekonomického hľadiska výhodnejšie zachovanie alebo predaj, nakoľko je zjavné, že privatizácia všetkých štátnych podnikov je spoločensky zatiaľ neprijateľná. To čo sa ale tento článok pokúsi naznačiť je cesta, ktorou by sa mohli kroky vlády uberať, aby sa minimalizovala korupcia a plytvanie prostriedkov štátu. Nepôjde pritom o žiadne svetovo prevratné riešenia, nakoľko je zbytočné aby sme sa snažili vymyslieť niečo čo už existuje.

V apríli 2005 vydalo OECD Usmernenia týkajúce sa správy a riadenia štátom vlastnených podnikov (ďalej len „Usmernenia“)². Podobne ako OECD Princípy správy a riadenia podnikov (ďalej len „OECD Princípy“)³ aj Usmernenia obsahujú šesť častí, ktoré sú istým zrkadlom šiestich OECD Princípov. Na rozdiel od nich však Usmernenia dôkladnejšie zohľadňujú osobitosti štátneho sektora:

Zabezpečenie účinného právneho a regulačného rámca pre štátne podniky

Právna regulácia štátnych podnikov by mala zabezpečiť rovnosť šancí na trhu, pričom regulačný rámec

¹ Pojmom „**štátny podnik**“ (resp. iba „podnik“) sa bude mať v článku na mysli nie len právna forma „štátny podnik“ (š.p.), ale aj všetky iné právne formy podnikov (napr. a.s., s.r.o., ...) v ktorých má štát vlastnícky podiel, resp. ktoré priamo alebo nepriamo ovláda prostredníctvom iných osôb)

² OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (2005) – pozri napr.: www.oecd.org/document/44/0,3343,en_2649_34847_34046561_1_1_1_37439,00.html

³ OECD Principles of Corporate Governance (2004) – pozri napr.: www.oecd.org/document/49/0,3746,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html

by mal byť plne kompatibilný s OECD Princípami. Dôležitým je najmä oddelenie funkcií štátu ako vlastníka a štátu ako regulátora. Riadenie podniku by sa vláda mala snažiť prispôsobiť právnej forme a potrebám podniku, pričom veriteľom by malo byť umožnené účinne vymáhať svoje pohľadávky a iniciovať konkurzné konanie. Činnosti, ktoré vykonáva štátny podnik vo verejnom záujme by mu mali byť jednoznačne uložené zákonom, pričom ich financovanie by malo byť transparentné. Štátne podniky by nemali mať výnimky zo zákonov a pri nárokoch voči nim by mali existovať účinné prostriedky nápravy. Predpisy týkajúce imania štátnych podnikov by mali umožňovať zmeny v kapitálovej štruktúre potrebné pre dosahovanie cieľov podniku. Pokiaľ ide o prístup k financiám, štátne podniky by nemali byť štátnymi úverovými inštitúciami nijak privilegované a pôžičky by mali byť založené na čisto komerčných základoch.

Štát správajúci sa ako vlastník

Štát by mal konať ako informovaný a aktívny vlastník, pričom by mal zabezpečiť jednoznačnú a konzistentnú vlastnícku politiku, aby správa a riadenie štátnych podnikov boli vykonávané transparentným a zodpovedným spôsobom a s potrebným stupňom profesionality a efektivity. Za týmto účelom by mal štát vypracovať a zverejniť princípy, ktorými by sa riadil pri výkone svojich vlastníckych práv v štátnych podnikoch. V zásade by štát nemal participovať na bežnom riadení, ale štátnym podnikom by mal poskytnúť plnú autonómiu v rámci presne stanovených hraníc. Orgány štátnych podnikov by mali mať možnosť samostatne rozhodovať a plniť svoje povinnosti. Výkon vlastníctva štátu by mal byť ľahko identifikovateľný, čo môže byť uľahčené zriadením samostatného ústredného štátneho orgánu, ktorý by bol za tento výkon zodpovedný parlamentu, a ktorý by mal jasne definované vzťahy s inými štátnymi orgánmi, vrátane štátnych kontrolných orgánov. Štát by mal výkon svojich práv prispôbovať štruktúre podnikov, pričom by sa mal najmä aktívne zúčastňovať na valných zhromaždeniach, vytvárať vhodný a transparentný systém voľby členov orgánov, fungujúci systém vnútornej aj externej kontroly a systém odmeňovania, ktorý by zaručoval plnenie dlhodobých cieľov spoločnosti a zároveň dostatočne motivoval kvalifikovaných odborníkov.

Rovnaké zaobchádzanie s akcionármi

Štát a štátne podniky by mali rešpektovať práva všetkých akcionárov (a iných spoluvlastníkov) a v súla-

de s OECD princípmi s nimi rovnako zaobchádzať a zabezpečiť im rovnoprávny prístup k informáciám o podniku. Vo vzťahu k akcionárom by mal byť zabezpečený vysoký stupeň transparentnosti a aktívny systém komunikácie a konzultácií. Mala by byť uľahčovaná účasť menšinových akcionárov na valných zhromaždeniach, aby sa im umožnilo participovať na dôležitých rozhodnutiach, ako je napr. voľba členov orgánov.

Vzťahy so záujmovými skupinami

Štátna politika v tejto oblasti by mala v súlade s OECD Princípmi plne uznávať zodpovednosť štátnych podnikov vo vzťahu k záujmovým skupinám (zamestnancom, spotrebiteľom a pod.), pričom by sa najmä od veľkých štátnych podnikov malo vyžadovať, aby podávali správy o svojich vzťahoch so záujmovými skupinami. Štátne podniky by mali vytvárať vnútorné etické kódexy, ktoré by mali byť uplatňované aj na dcérske spoločnosti.

Transparentnosť a zverejňovanie

Štátne podniky by mali dodržiavať vysoké štandardy transparentnosti v súlade s OECD Princípmi. Štátny orgán zodpovedný za výkon vlastníctva štátu v podniku by mal vytvoriť konzistentný systém pravidelného podávania správ. Štátne podniky by mali mať efektívny systém vnútorného auditu a najmä väčšie štátne podniky by mali podliehať vysoko kvalitnému externému auditu založenému na medzinárodných štandardoch. Kontrolný mechanizmus štátnymi orgánmi by mal tento audit iba dopĺňať a nie nahrádzať. Pokiaľ ide o účtovníctvo a audit, štátne podniky by mali podliehať rovnakým pravidlám ako spoločnosti registrované na regulovanom trhu, vrátane OECD Princípov týkajúcich sa zverejňovania. Navyše by mali zverejňovať aj informácie, ktoré sú osobitne významné pre štát a verejnosť. Medzi tieto patria napr. jasné definovanie cieľov spoločnosti a ich plnenie, vlastnícke štruktúry a rozdelenie hlasovacích práv, finančná pomoc od štátu vrátane štátnych záruk za záväzky podniku a akékoľvek transakcie so spriaznenými osobami/spoločnosťami.

Zodpovednosť orgánov štátnych podnikov

Orgány štátnych podnikov by mali mať dostatočné právomoci a objektívny prístup, aby dokázali vykonávať svoje funkcie strategického usmerňovania a kontroly manažmentu. Mali by konať čestne a byť zodpovedné za svoje úkony. Členovia orgánov by mali mať jednoznačný mandát a mali by niesť zodpovednosť za činnosť podniku. Orgány by mali byť

plne zodpovedné vlastníkom podniku a konať v ich najlepšom záujme. Funkcie riadenia a kontroly by mali byť vykonávané v súlade s cieľmi stanovenými vládou a vlastníckym orgánom, ktorý by mal mať možnosť vymenovať a odvolávať štatutárny orgán. Prípadná účasť zamestnancov v dozornej rade by mala zabezpečovať účinné zastupovanie zamestnancov. V prípade potreby by si štátne podniky mali zriadiť aj pomocné orgány, najmä pre oblasť auditu, riadenia rizík a odmeňovania. Orgány štátnych podnikov by mali každoročne hodnotiť svoju činnosť.

Ak Vám tieto riadky vyzneli trochu idealisticky a nereálne, je to možné. Avšak dôležité je o ideáloch hovoriť, aby sme mali jasno v tom, k čomu by sme sa mali priblížiť. Ak štát ukladá spoločnostiam registrovaným na regulovanom trhu dodržiavať princípy dobrej správy a riadenia, ktoré u nás v súčasnosti zhmotňuje Kódex CECGA⁴, bolo by vhodné, aby sa aj štát snažil presadzovať podobné princípy v podnikoch, ktoré podliehajú jeho riadeniu.

Každá vláda, ktorá to myslí s bojom proti korupcii

v štátnych podnikoch vážne by sa mala aspoň pokúsiť uvedenými odporúčaniami riadiť pri presadzovaní štátnych záujmov v tejto oblasti. Súčasná vláda sa snaží zaviesť aspoň niektoré z uvedených princípov do systému riadenia štátnych podnikov. Bolo by ale vhodné, aby sa iniciatívy v tejto oblasti neorientovali jednostranne iba na menovanie členov orgánov štátnych podnikov a ich odmeňovanie. Správa a riadenie štátnych podnikov je komplexný proces, ktorý aby fungoval efektívne potrebuje komplexné riešenia. Jedno z takýchto riešení ponúkajú aj Usmernenia OECD, ktoré boli týmto článkom v zjednodušenej podobe predstavené. Ich implementácia do slovenského právneho rámca by si možno vyžadovala mierne prispôsobenie, ale v každom prípade tvoria dostatočne univerzálny základ, o ktorý sa môže oprieť akákoľvek vláda, ktorá sa snaží systém správy a riadenia štátnych podnikov zreformovať v prospech všetkých.

*Autorom článku je Michal Kotlárík
člen CECGA*

⁴ Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku – pozri napr.: www.cecga.org/sk/o-nas/kodex

Ako ďalej v aplikácii Altmanovho modelu?

Ladislav Kabát

Úvod

Hodnotenie efektívnosti fungovania výrobných štruktúr patrí ku štandardným praktickým, ale aj teoretickým problémom viackriteriálneho hodnotenia. Ich cieľom je redukcia viacerých sledovaných výstupných parametrov na jeden, prípadne niekoľko silne agregovaných ukazovateľov komplexného charakteru, ktoré sú podľa vopred stanovených kritérií, postačujúce pre hodnotenie a porovnanie efektívnosti fungovania tohto systému s jemu podobnými subjektmi.

Pre riešenie tohto problému existuje a v literatúre je podrobne popísaných mnoho algoritmov i ľahko aplikovateľných softwarových produktov. V dostupnej literatúre je táto téma aj v súčasnosti široko diskutovaná a z rôznych pohľadov naďalej teoreticky i aplikačne rozpracovávaná.

Pri hodnotení efektívnosti fungovania výrobných štruktúr sa zvyčajne vychádza z hodnotenia vzťahov medzi objemom vstupov a výstupov, pričom tieto parametre môžu byť definované tak vo fyzických ako aj hodnotových ukazovateľoch. Ako overené a efektívne aplikovateľné postupy sa uvádzajú metódy viackriteriálneho hodnotenia, metódy viacrozsmernej regresnej analýzy, diskriminačnej analýzy, metódy založené na analýze dátových obalov (DEA) a mnohé iné.

Ku špecifickým úlohám hodnotenia a komparácie výrobných štruktúr patria tzv. predikčné a bonitné modely, ktorých úlohou je objektivizovane ohodnotiť finančnú situáciu týchto subjektov na základe relevantných finančných ukazovateľov. Do tejto skupiny modelov patrí aj tzv. *Altmanov model*, v prípade ktorého zaznamenávame široké, viac, alebo menej úspešne aplikované pokusy o jeho praktické použitie.

V predkladanom príspevku poukazujeme na problémovú stránku aplikácií Altmanovho modelu v praxi v slovenskom podnikateľskom prostredí, ako aj na potrebu a možnosti ich riešenia.

Pohľad do histórie

Komparatívna analýza fungovania podnikových štruktúr z hľadiska ich ekonomickej efektívnosti patrí ku klasickým problémom podnikovej ekonomiky. Vzťah medzi objemom a štruktúrou vstupov a objemom výstupov dáva odpoveď na mnohé otázky súvisiace so spôsobom exploatácie disponibilných výrobných zdrojov. Kvantitatívne hodnotenie tohto vzťahu a jeho vyjadrenie vo forme konkrétneho ukazovateľa či parametra má široké aplikačné uplatnenie a je významným nástrojom manažérskeho riadenia. Z viacerých známych metód, ktoré sa v takomto hodnotení uplatňujú a ktoré skúmajú kvantitatívnu silu vstupno-výstupného vzťahu, prípadne mieru tohto vzťahu možno uviesť aspoň metódy a postupy ako regresná analýza, analýza dátových obalov a diskriminačná analýza.

Pomocou metód *regresnej analýzy* hľadáme intenzitu a charakter vzťahu medzi výstupnou veličinou (produkčné a trhové výstupy podniku) a súborom nezávislých vstupných veličín (finančné, technické a personálne zdroje podniku) pre súbor podnikateľských subjektov.

Analýza dátových obalov (data envelopment analysis, DEA) patrí k moderným nástrojom komparatívneho hodnotenia efektívnosti výrobných systémov pri transformácii ich výrobných zdrojov na trhovo ohodnocované výstupy. Všeobecný model tejto metodiky umožňuje usporiadať sledované výrobné systémy podľa hodnoty komplexného ukazovateľa ich efektívnosti. Tento ukazovateľ je odvodený z vnútornej štruktúry hodnoteného súboru podnikov/subjektov. Nemá schopnosť odhadnúť ich všeobecnú efektívnosť vo využívaní zdrojov. Hodnotenie je založené na tzv. porovnávaní sledovaných subjektov k „najlepším“ reprezentantom z hodnotenej množiny podnikov.

Diskriminačná analýza rieši problematiku rozdelenia súboru vzájomne nezávislých subjektov na dve, alebo niekoľko skupín s vyšším stupňom

homogenity podľa vopred určených vlastností, alebo ukazovateľov (veľkosť podnikov, ekonomické výsledky, trhová konkurencieschopnosť a pod).

V prípade existencie **n** vzájomne nezávislých subjektov a pri ich členení na **dve podskupiny** hľadáme také ich rozčlenenie na podskupiny **n1** a **n2** tak, že pre každý subjekt obsiahnutý v podskupine **n1** je **špecificky vyjadrená vzdialenosť** od iného subjektu v tejto podskupine menšia než je jeho vzdialenosť od ľubovoľného subjektu v podskupine **n2**.

V mnohých praktických situáciách je počet podskupín, do ktorých sa rozdeľujú sledované subjekty vopred neznámy a jeho zistenie je často najdôležitejším výsledkom výpočtového procesu.

Vyššie uvedené prístupy predstavujú účinné nástroje hodnotenia a vzájomnej komparácie efektívnosti fungovania podnikateľských i nepodnikateľských štruktúr. Ich praktický význam je veľmi vysoký a aj z tohto dôvodu patria uvedené metódy medzi základné metodologické vybavenie moderného manažera i analytika.

Osobitné postavenie si pri hodnotení podnikových štruktúr získali postupy a modely, ktoré umožňujú nielen hodnotiť súčasné pozície týchto subjektov, ale s pomerne vysokou spoľahlivosťou odhadujú aj ich budúce pozície na konkurenčnom trhu. Do tejto skupiny predikčných nástrojov patrí aj **Altmanov model**.

Jeho autor, profesor Altman spracoval v roku 1966 štatistické údaje na vzorke náhodne vybraných 66 podnikov, z ktorých 33 prešlo v posledných 20 rokoch konkurzným konaním a 33 podnikov, ktoré dovtedy konkurzné konanie neabsolvovali. V sledovaných súboroch boli podniky (podľa deklarovaného imania) malé, stredné i relatívne veľké.

Altman pôvodne pracoval so súborom 22 vybraných finančných ukazovateľov pre všetkých 66 spoločností, ale jeho cieľom bolo vybrať malý počet pomerových ukazovateľov, ktoré by mohli najlepšie postihnúť rozdiel medzi firmou v konkurze a zdravou firmou. Pre riešenie tejto úlohy použil (skôr uvádzané) štatistické metódy viacrozmernej diskriminačnej analýzy. Cieľom bolo **rozdeliť sledované súbory podnikov na dve skupiny** a to „zdravých“ podnikov a skupinu podnikov, „smerujúcich ku konkurznému konaniu“.

Na základe údajov z účtovnej evidencie podnikov v oblasti spracovateľského priemyslu s verejne obchodovateľnými akciami bol odhadnutý tvar diskriminačnej rovnice:

Z-skore = 1,2 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 0,999 X5, kde premenné X1 až X5 sú definované ako pomero-

vé premenné nasledovne:

X1=pracovný kapitál/celkové aktíva

X2=Nerozdelený zisk/celkové aktíva

X3=EBIT/celkové aktíva

X4=Trhová hodnota vlastného kapitálu/účtovná

hodnota celkových pasív

X5=Tržby/celkové aktíva

Altman taktiež stanovil kritické hodnoty ukazovateľa **Z-skore**, ktoré rozčleňujú celý súbor podnikov na dve vyššie definované skupiny. Ich kritické hodnoty mali nasledovnú interpretáciu:

- **Z > 2,99** podnik je v dobrej finančnej situácii
- **1,81 < Z < 2,99** finančná situácia podniku je nejednoznačná
- **Z < 1,81** finančná situácia podniku môže viesť k jeho bankrotu

Podľa autora tejto metodiky približne 95% firiem, ktoré boli v konkurze boli správne klasifikované ako *úpadkové* firmy. Približne 80% firiem, ktoré nemali za sebou konkurzné konanie boli správne klasifikovaná ako *nebankrotové*. Z chybné klasifikovaných *nebankrotových* firiem takmer tri štvrtiny padli do strednej -šedej- zóny hodnotenia.

Vzhľadom na to, že výrobné podniky podľa charakteru ich činností, ako aj podľa ich právnej formy operujú v rôznom podnikateľskom prostredí bolo potrebné túto skutočnosť podrobnejšie zakomponovať aj do odvodeného hodnotiaceho a predikčného modelu. Altman pre tieto účely rozpracoval navrhovanú metodiku pre rôzne podnikateľské prostredia.

Pre podniky, ktorých akcie nie sú verejne obchodovateľné má diskriminačná rovnica tvar:

$$Z1 = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 X3 + * 0,42 * 0,998 * X4 + X5$$

Altmanom navrhnutý model však nie je jediným a všeobecne akceptovaným nástrojom tohto typu. Širokú odozvu v odbornej komunite si získal aj tzv. SPRINGATE model, ktorý vyvinul v roku 1978 Springate. Model využíva analogické vstupné informácie ako Altmanov model a podľa publikovaných informácií dosahuje taktiež veľmi vysokú spoľahlivosť predikcie posunu podnikov na škále „zdravý-smerujúci k bankrotu“.

Špecifickú situáciu malých a stredných podnikov analyzoval Fulmer a metódou viacrozmernej krokovej diskriminačnej analýzy odvodil FULMEROV model, ktorý dosahuje údajne až 98% spoľahlivosť diskriminačného triedenia.

Aplikačné prednosti a problémy Altmanovho modelu.

Odvodený model sa široko využíva v hospodárskej a finančnej praxi. Je frekventovaným nástrojom bankových inštitúcií pri overovaní finančnej stability podnikov a často sa využíva aj pri vedecko-technických aplikáciách.

Podľa našich skúseností, ale hlavne na základe publikovaných výsledkov je však potrebné uviesť, že praktické aplikácie Altmanovho modelu pomerne často prichádzajú so závermi, ktoré poukazujú na problémovú vypovedaciu schopnosť tohto modelu. Cieľom nášho príspevku je práve odpoveď na tieto problémové stránky nielen Altmanovho, ale aj iných predikčných a hodnotiacich modelov.

Prvým a najzávažnejším argumentom proti všeobecnej aplikácii Altmanovho modelu je skutočnosť, že tento diskriminačný model bol odvodený na báze údajov zo špecifického (amerického) finančného, legislatívneho i informačného prostredia, ktoré sa svojimi parametrami výrazne odlišuje od finančného prostredia v ktorom pôsobia slovenské subjekty. Navyše, koeficienty vyššie uvádzaného modelu reflektujú finančnú a čiastočne aj technologickú realitu firiem pred viac než polstoročím, čo do značnej miery oslabuje ich aktuálnu vypovedaciu schopnosť. V dôsledku uvedených nedostatkov boli aplikačné skúsenosti s využívaním Altmanovho modelu v našej praxi nepresvedčivé.

Pre odstránenie uvedených nedostatkov je možno postupovať tak, že **Z-skóre sa nebude používať ako jediné hodnotiace kritérium**, ale že sa využijú aj iné, v úvodnej časti príspevku prezentované postupy. Za zásadné riešenie vo vzťahu k Altmanovmu postupu však považujeme požiadavku na nové odvodenie diskriminačného modelu na základe nám dostupných údajov o finančnej situácii podnikov, ktoré prešli rovnakými úskaliami finančného hodnotenia, ako to bolo v prípade pôvodne analyzovaných údajov. V praxi to znamená vykonať podrobnú analýzu finančných ukazovateľov reprezentatívnej vzorky u nás pôsobiacich podnikateľských subjektov.

Metodika aktualizácie Altmanovho modelu.

Pre riešenie tejto úlohy sme získali podporu ŠÚ SR a tým aj prístup k rozsiahlym informačným zdrojom o výsledkoch hospodárenia viac než 112 tisíc podnikateľských subjektov na Slovensku. Na základe

predbežnej kontroly kvality a komplexnosti údajov za tieto podniky sme vyseletovali súbor približne **55 tisíc podnikov** pre ďalšie spracovanie. Tento súbor podnikov, v záujme homogenizácie sledovaných podnikateľských subjektov následne členíme podľa odvetvovej klasifikácie na niekoľko podskupín pre ktoré sme ďalej prepočítali hodnoty Z-skóre podľa vyššie uvedených vzťahov. Výsledky štatistického spracovania poskytujú mimoriadne zaujímavé výsledky. Osobitne potvrdzujú, že doterajšia prax paušálneho „nasadzovania“ Altmanovho modelu nebola správna a viedla k zavádzajúcim výsledkom.

Podrobné analýzy získaných hodnôt parametrov Altmanovho modelu pre sledovaný súbor podnikov a odhad nových parametrov diskriminačného modelu v súčasnosti ukončujeme. **V riešení problematiky pokračujeme** aj dôsledným triedením základného súboru na homogénne podnikateľské zoskupenia, konštruované podľa klasifikácie NACE, podľa časových charakteristík a taktiež aj podľa legislatívnych foriem podnikania. Na ich základe budeme konštruovať nový predikčný model typu *Altman*. Výsledky tohto riešenia budú prezentované v blízkej budúcnosti ako súčasť riešenie výskumnej úlohy **Teoreticko-metodologické aspekty hodnotenia výkonnosti podnikateľských subjektov a nástroje ich praktickej aplikácie**.

Záver a význam riešenia pre prax.

Aktualizácia Altmanovho modelu pre podmienky SR môže významne zlepšiť aplikačné parametre tohto predikčného nástroja. Ako argument je možné uviesť údaje o neustále rastúcom počte podnikov, ktoré končia svoju podnikateľskú činnosť vynúteným odchodom z trhového priestoru a to často aj z toho dôvodu, že ich hospodárska situácia bola nesprávne ohodnotená aj takými exaktnými nástrojmi akým je Altmanov predikčný model. Pre finančné inštitúcie (banky), ktoré takéto hodnotenia robia je však mimoriadne dôležité ovládať nástroje pre rýchle objektívne posúdenie finančnej situácie prípadne sanovaných subjektov. Novo navrhovaný postup pre výpočet hodnotiaceho kritéria Z-skóre môže pri riešení tejto situácie významne pomôcť.

*Autorom článku je Ladislav Kabát
z Fakulty ekonomiky a podnikania
Paneurópskej vysokej školy*

Mifid – review

Peter Korduliak

Cieľom príspevku je priblíženie smernice Mifid ako takej, jej dopadov na investičné správanie a rozhodovanie sa rôznych typov investorov, poukázanie na zmeny, ktoré aplikácia danej smernice spôsobí na finančnom trhu, zmapovanie dopadov na investičné spoločnosti ako poskytovateľov týchto služieb. Ide o smernicu Európskej únie, ktorá je prvou zo série pripravovaných normatívnych regulácií celého finančného sektora za účelom zvýšenej ochrany občanov a neprofesionálnych klientov. Či je to ale správna cesta sa ukáže až časom.

Úvod

Súčasnú dobu možno označiť ako dobu globalizácie, integrácie a intrnacionalizácie. Tieto trendy sa nevyhli ani finančnému a bankovému sektoru ako neoddeliteľnej súčasť spoločenského usporiadania sveta. Finančný systém dnešnej doby je ale veľmi odlišný od toho pred napr. 100 rokov.

Za najväčší rozdiel možno považovať skutočnosť, že pokiaľ v minulosti boli peniaze plnohodnotne kryté zlatými rezervami štátu a majetkom, v súčasnosti tento stav už dlhú dobu neplatí a dalo by sa povedať že dnešný finančný svet je virtualizovaný. Svet finančných operácií dneška je založený predovšetkým na vzájomnej dôvere partnerov, vďaka ktorej si dlžníci majú stále odkiaľ či od koho požičať prostriedky a veritelia veria, že tieto prostriedky sa im jedného dňa vrátia.

Virtualizácii a tvorbe fiktívnych, či len účtovne evidovaných prostriedkov, ktoré ale reálne neexistujú sa nevyhla pochopiteľne ani jedna špeciálna časť finančného či bankového systému, a síce ide o investovanie a investičnú činnosť ako takú. Daný stav sa naplno prejavil počas svetovej finančnej a hospodárskej krízy, kedy malo množstvo bankových domov problémy s likviditou, pričom mali plné portfólia a účtovné knihy bezcenných papierov bez hodnoty.

Európska komisia a jej orgány si uvedomili, že proces investovania a fungovania na finančnom trhu je veľmi náročný a pre bežného, daných vecí neznačného, človeka aj veľmi nebezpečný. Preto ešte pred

vypuknutím krízy, keď bola svetová ekonomika ešte vo fáze rastu, začali práce na smerici či pravidlách regulácie finančných trhov, procesu investovania, narábania s finančnými nástrojmi. Daná smernica je známa pod názvom Mifid.

Môj príspevok sa zameriava na priblíženie smernice Mifid, dôvodov jej vzniku, objasnenie jej podstaty od vzniku cez aplikáciu až po snahy o jej novelizáciu vo forme Mifid II a priblíženie dopadov na finančný sektor, ktoré jej aplikácia so sebou priniesla.

MIFID – anglická skratka pre smernicu č. 2004/39/ES o trhoch s finančnými nástrojmi (Markets in Financial Instruments Directive) z 21. marca 2004., ktorá nahrádza pôvodný dokument č. 93/22/EHS o investičných službách – ISD. MIFID je európska smernica, ktorá bola implementovaná v Európskom hospodárskom priestore vrátane všetkých 27 členských krajín Európskej únie, ako aj v Nórsku, na Islande a v Lichtenštajnsku.

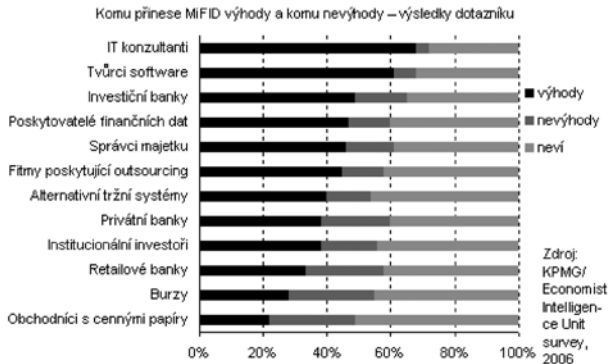
Základnými cieľmi MIFID je ochrana investorov, podpora rozvoja konkurencie v oblasti finančných služieb, zvýšená transparentnosť trhu a snaha o vytvorenie jednotného európskeho trhu. Taktiež má napomôcť cezhraničnému pôsobeniu finančných inštitúcií a väčšej ochrane spotrebiteľa. MIFID sa dotýka takmer všetkých finančných nástrojov a investičných služieb a vzťahuje sa na :

- na investičné banky a firmy,
- na investičných poradcov a správčovské spoločnosti,
- na alternatívne systémy obchodovania.

Na Slovensku vstúpila MIFID do platnosti 1.11.2007, pričom ešte sa uplatňovalo prechodné obdobie do 1.5.2008, odkedy museli všetky subjekty, ktorých sa MIFID dotýka zosúladiť svoju činnosť s jeho ustanoveniami a začať ich aplikovať a realizovať v praxi.

Ešte v rámci procesu implementácie smernice Mifid, bol uskutočnený prieskum dopadu danej smernice na trh a jeho jednotlivé subjekty.¹

¹ Zdroj: KPMG/Economist Intelligence Unit survey 2006. Dostupné na internete <http://finexpert.e15.cz/blizi-se-mifid>



Spočiatku sa javilo, že daná smernica bude prijatá rýchlo a bez komplikácií, časom sa však začali množiť názory, že je to celé zbytočnosť, že ide o dodatočné náklady, že ciele, ktoré si v súvislosti s ochranou Komisia dala, nebudú prostredníctvom Mifid aj tak naplnené.

Smernica MIFID definuje súbor opatrení a postupov, ktoré sú finančné inštitúcie povinné dodržiavať pri poskytovaní finančných nástrojov a služieb svojim klientom. Upravuje všetky finančné nástroje, prostredníctvom ktorých je možné investovať do:

- cenných papierov,
- menových a úrokových derivátov,
- podielových fondov a garantovaných produktov,
- štruktúrovaných produktov a produktov obsahujúcich deriváty.

MiFID sa netýka:

- sporiacich a termínovaných účtov
- termínovaných vkladov
- dôchodkových fondov
- netermínovaných obchodov s cudzími menami
- investičného životného poistenia

Medzi základné povinnosti vyplývajúce z MIFID patrí:

kategorizácia klientov - predstavuje rozdelenie klientov banky do troch základných skupín, na základe určitých kritérií, definovaných v rámci MIFID a Zákona. Klient banky môže byť kategorizovaný ako²:

- **Oprávnená protistrana** – táto kategória má najnižšiu úroveň ochrany. Uplatňuje sa len vo vzťahu k niektorým investičným službám a môže sa považovať za podkategóriu profesionálnych klientov. Patria tu napr. banky, poisťovne, správcovské spoločnosti, obchodníci s cennými papiermi,...

Každá oprávnená protistrana je oboznámená so svojou kategorizáciou a vyjadruje s ňou súhlas. Oprávnená protistrana môže obchodovať všetky produkty finančných trhov aj bez vyplňania testu vhodnosti.

- **Profesionálny klient** - zahŕňa predovšetkým veľké spoločnosti, ktoré spĺňajú aspoň dve z troch nasledujúcich kritérií:
 - celková suma majetku sa rovná alebo prevyšuje 20.000.000,- EUR,
 - ročný obrat sa rovná alebo prevyšuje 40.000.000,- EUR,
 - vlastné zdroje sa rovnajú alebo prevyšujú 2.000.000,- EUR.

Do tejto kategórie patria taktiež klienti typu - obchodník s CP, zahraničný obchodník s CP, finančná inštitúcia, obchodníci s komoditami a komoditnými derivátmi, štátny orgán, obec, vyšší územný celok, štátny orgán alebo územný celok iného štátu, Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, NBS, MMF, ECB, Európska investičná banka,.... Profesionálny klient nemusí vyplniť časť testu vhodnosti o svojich znalostiach a skúsenostiach na finančných trhoch.

- **Neprofesionálny klient** - sú to klienti, ktorí nepatria ani do jednej z ostatných kategórií. Táto skupina klientov má najvyššiu úroveň ochrany. V prípade kategórie „neprofesionálny klient“ je potrebné vyplniť test vhodnosti alebo/aj investičný dotazník, na základe ktorého potom môže banka odporučiť ten správny produkt pre daného klienta.

Klient má právo požiadať o zmenu kategorizácie, ak požaduje vyšší alebo nižší stupeň ochrany, ako mu priradila banka na základe svojich zásad kategorizácie. V prípade, ak klient požaduje vyšší stupeň ochrany, klient má právo požiadať o zmenu³:

- z Oprávnenej protistrany na Profesionálneho klienta
- z Oprávnenej protistrany na Neprofesionálneho klienta
- z Profesionálneho klienta na Neprofesionálneho klienta
- V prípade, ak klient požaduje nižší stupeň ochrany, klient má právo požiadať o zmenu:
- z Profesionálneho klienta na Oprávnenú protistranu
- z Neprofesionálneho klienta na Profesionálneho klienta

² Zdroj: <http://www.privatbanka.sk/?com=documents&id=272>

³ Zdroj: <http://www.dexia.sk/www/home.nsf/s/1350>

V súvislosti so zmenou kategorizácie je banka povinná informovať klienta o práve žiadať zmenu kategorizácie, súčasne je však povinná upozorniť klientov na následky zmeny kategorizácie a možnosti straty niektorých práv.

testovanie vhodnosti klientov (appropriateness test) – v prípade niektorých klientov je banka povinná zistiť od klienta informácie, na základe ktorých je banka schopná posúdiť, či príslušný finančný produkt je vhodný a primeraný pre klienta z hľadiska jeho skúseností s investovaním, charakteru finančného produktu, z hľadiska finančnej situácie klienta a jeho investičných zámerov. Na základe takto získaných informácií banka vyhotoví rizikový profil spolu s identifikáciou finančných nástrojov, ktoré banka považuje za vhodné a primerané pre klienta.

Zdroj: <http://www.dexia.sk/www/home.nsf/s/1350>

Zdroj: http://www.sisp.sk/ActiveWeb/Page/inv_sluzby_mifid_vseobecne_informacie/vseobecne_informacie.html



poskytovanie informácií klientom – ide najmä o informácie o investičných nástrojoch, miestach investovania, rizikách spojených s investovaním nákladoch a poplatkoch spojených s investovaním,... Banka je povinná poskytnúť klientovi v zrozumiteľnej forme všetky informácie, ktoré sú potrebné na to, aby mohol správne porozumieť charakteru a rizikám investičnej služby, konkrétnemu druhu ponúkaného finančného nástroja a následne zodpovedne prijať investičné rozhodnutia.

Pri poskytovaní informácií platia určité pravidlá:

- informácie nesmú zdôrazňovať žiadne potenciálne výhody investičnej služby, alebo finančného nástroja bez toho, aby priamo a výrazne nepoukázalo na akékoľvek súvisiace riziká,
- informácie musia byť predkladané spôsobom, o ktorom možno predpokladať, že mu porozumie priemerný člen cieľovej skupiny,
- informácie nesmú zastierať alebo znejasňovať dôležité skutočnosti, vyhlásenia alebo varovania a ani znižovať ich význam,
- ak informácie porovnávajú investičné služby alebo vedľajšie služby, porovnanie musí:

- mať svoj význam
- byť predložené čestným spôsobom,
- byť uvedený zdroj informácií použitých pri porovnávaní,
- musia byť uvedené podstatné fakty a predpoklady pri porovnávaní

- informácie musia byť poskytnuté v zrozumiteľnej forme, aby mohli klienti správne porozumieť charakteru a rizikám investičnej služby, konkrétnemu druhu ponúkaného finančného nástroja a následne zodpovedne prijať investičné rozhodnutie
- informácie musia obsahovať údaje o:
 - OCP
 - finančných nástrojoch a navrhovaných investičných stratégiách vrátane príslušných poučení a upozornení v súvislosti s rizikami spojenými s investíciami v týchto nástrojoch alebo s konkrétnymi investičnými stratégiami ochrane finančných nástrojov alebo peňažných prostriedkov klienta,
 - mieste výkonu služby,
 - nákladoch a súvisiacich poplatkoch.

MIFID taktiež ovplyvňuje reklamu a marketing – banky a finančné inštitúcie nemôžu zverejňovať klamlivú či zavádzajúcu. Produkty v reklame musia byť jasne definované a nemôže sa poukazovať len na výhody produktu, ale je potrebné spomenúť aj prípadné riziká a nástrahy spojené s tým ktorým finančným produktom.

stratégia vykonávania pokynov – „best executive“- cieľom stratégie vykonávania a postúpenia pokynu je zabezpečiť tzv. „najlepší možný výsledok“ zrealizovaného investičného pokynu. Smernica MIFID ukladá prostredníctvom zákona povinnosť vykonať spätnú kontrolu dodržiavania princípu najlepšieho možného výsledku. V súvislosti s danou podmienkou, zavádza smernica niekoľko pravidiel⁴:

- pravidlo umožňujúce realizovať pokyn zákazníka za najlepších podmienok u všetkých transakcií,
- pravidlo stanovenia najvhodnejších podmienok a prevodného miesta,
- pravidlo zdokumentovania u všetkých transakcií,
- pravidlo štandardného postupu pre informovanie zákazníka, o plnení povinnosti
- „best executive“,
- pravidlo štandardného postupu získavania súhlasu klienta,

⁴ Jednotlivé pravidlá sú spracované podľa článku 21 smernice č. 2004/39/ES o trhoch finančných nástrojov

- pravidlo kontrolného mechanizmu pre zistenie a hlásenie všetkých transakcií splňujúcich kritéria klienta.

Na základe MIFID dochádza taktiež k odlíšaniu pojmov predaj investičných produktov bez poradenstva a investičné poradenstvo. Napr. pracovník na prepážke v banke už nemôže poskytovať investičné poradenstvo, pretože nemôže vyhodnotiť celý trh. S príchodom MiFID-u dochádza hneď v úvode novely zákona o CP k novému členeniu a pomenovaniu investičných služieb a finančných nástrojov (predtým známych ako investičných nástrojov). Napríklad pôvodne vedľajšia investičná služba Poradenská činnosť vo veciach týkajúcich sa investovania do investičných nástrojov sa presunula do „hlavných“ investičných služieb a investičných činností. V tejto skupine pribudla taktiež nová investičná služba a investičná činnosť Organizovanie mnohostranného obchodného systému (MTF – Multilateral trading facilities). Pod označením MTF sa rozumejú mnohostranné obchodné systémy s finančnými nástrojmi prevádzkované obchodníkom s cennými papiermi, alebo organizátorom regulovaného trhu, ktorý za vopred stanovených podmienok umožnia väčšiemu počtu predávajúcich alebo kupujúcich uzatvárať obchody s finančným nástrojom v súlade s požiadavkami MiFID.

MIFID, ako smernica Lamfalussyho typu⁵, taktiež kladie požiadavky na organizačnú stránku subjektov finančného trhu. Musia mať vytvorené pozície:

- zamestnanec zodpovedný za dodržiavanie predpisov (compliance)
- zamestnanec alebo zamestnanci na výkon funkcie riadenia rizík
- zamestnanec zodpovedný za výkon funkcie vnútorného auditu

Dôraz sa taktiež kladie na evidenciu pokynov a operácii. Banky, ale i maklérske či poradenské spoločnosti musia viesť každému klientovi tzv. investičný denník kde sa každý pokyn či operácia sa zaznamená. Sú stanovené všeobecné pravidlá archivácie, podľa ktorých je obchodník s cennými papiermi povinným uchovávať dáta a záznamy o poskytnutých po dobu najmenej 5 rokov⁶. To neplatí pre zmluvy vymedzujúce vzájomné práva a povinnosti

⁵ EP v takomto prípade schvaľuje základný právny rámec, princípy a ciele, ktoré sa majú dosiahnuť. Povinnosťou členských štátov EÚ je transponovať jej obsah do svojich zákonných noriem

⁶ V článkoch 13 a 25 smernice MiFID spolu s článkom 51 prevádzajúcim smernicu č.2006/73/EC

či podmienky obchodovania, uzavretej medzi obchodníkom a klientom. Tento dokument musí byť uchovávaný po celú dobu trvania vzťahu, čo bežne môže presiahnuť obdobie 10 rokov.

Informácie musia byť uchovávané na nosičoch, ktoré umožnia orgánom dohľadu ľahký prístup k údajom potrebných pre rekonštrukciu priebehu každého obchodu. Všetky opravy alebo doplnenia musia byť zistiteľné, rovnako ako pôvodná podoba dát. Akákoľvek iná manipulácia musí byť znemožnená.

Obchodník je povinný zdokumentovať každý pokyn zákazníka s použitím nasledujúcich údajov⁷:

- meno alebo iné označenie zákazníka,
- meno alebo iné označenie zákazníkovoho splnomocnenca,
- smer pokynu,
- identifikácia finančného nástroja,
- údaj o jednotkovej cene,
- mena, - údaj o množstve, informácie o jednotkách množstva,
- informácie a type pokynu (obchod, buy – sell operácia, repo operácia, pôžička a iné),
- informácie o druhu pokynu (limitný pokyn, pokyn za trhovú cenu alebo iný špecifický druh pokynu),
- ďalšie podrobnosti, podmienky a zvláštne inštrukcie zákazníka ohľadom presného spôsobu prevedenia pokynu, dátum a čas prijatia pokynu obchodníkom s cennými papiermi.

Taktiež sú určené náležitosti, ktoré musí obchodník zahrnúť do dokumentu pri prevedení, resp. predaji pokynov zákazníka inej osobe. Obchodník s cenným papiermi je povinný vytvoriť záznam s nasledujúcimi údajmi⁸:

- meno alebo iné označenie zákazníka,
- dátum a čas prevedenia obchodu,
- smer obchodu,
- identifikácia finančného nástroja,
- údaj o jednotkovej cene,
- mena,
- údaj o množstve,
- informácie o jednotkách množstva,
- údaj o celkovej cene,
- identifikácia protistrany,

⁷ Zdroj: Bankovníctvi – měsíčník vydavatelství Economia, Ročník 15, č.5, 2007, str. 20

⁸ Zdroj: Bankovníctvi – měsíčník vydavatelství Economia, Ročník 15, č.5, 2007, str. 21

- identifikácia prevodného miesta (venue identification),
- informácie o type obchodu,
- údaj o fyzickej osobe, ktorá obchod vykonala alebo je za jeho vykonanie zodpovedná.
- meno alebo iné označenie osoby, ktorej bol pokyn predaný,
- obsah predávaného pokynu,
- dátum a čas predania.

V súčasnosti možno v súvislosti s povinnosťou archivácie dát pozorovať rozmach outsourcingu danej oblasti činnosti, pretože špecializované spoločnosti dokážu robiť dané procesy efektívnejšie a napríklad nedochádza už k hromadeniu nepotrebných činností, pretože mnohé spoločnosti, keďže nevedeli presne čo a ako majú archivovať, robili aj mnoho nepotrebných úkonov.

Prebiehajúca finančná a hospodárska kríza, ale ukázali, že aj smernica Mifid môže mať slabé miesta a preto sa začalo pracovať na jej novej verzii. Začiatkom roka 2010 začala Európska komisia a CESR (The Committee of European Securities Regulators) revíziu smernice MiFID, ktorá by mohla viesť k vytvoreniu novej smernice pod názvom MiFID II.⁹ Zavedenie smernice MiFID do praxe viedlo na jednej strane k zvyšovaniu konkurencie medzi obchodnými systémami v Európe, no na strane druhej možno badať značný posun v obchodovaní na neregulovaných tzv. dark pools of liquidity (systémy, prostredníctvom ktorých možno získať likviditu, ktorá sa nezobrazí v knihe pohľadávok). Tento negatívny trend podkopáva integritu a efektívnosť trhu. Nová podoba smernice by mala odstrániť obchodné výhody obchodníkov pôsobiacich v tejto oblasti, ktoré vedú k neefektívnosti trhu, a teda v konečnom dôsledku posilniť reguláciu trhu.

Záver

V článku som sa pokúsil podať obraz o smernici

⁹ SWIFT. Regulation. http://www.swift.com/solutions/industry_initiatives/mifid.page [07. 04.2010]

Literatúra:

1. HORVÁTOVÁ, Eva. 2009. Bankovníctvo. 2. vyd. Žilina: Georg, 2009. 304 s. ISBN 978-80-89401-03-1.
2. VINCÚR, Pavol a kol.. 2007. Teória a prax hospodárskej politiky. 4. vyd. Bratislava: Sprint, 2007. 430 s. ISBN 978-80-89085-80-4.
3. VLACHYNSKÝ, Karol a kol.. 2006. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3.

Mifid od jej vzniku po súčasnosť. Daná smernica je aplikovaná do slovenskej legislatívy od 1.11.2007, pričom ale do 1.5.2008 bolo prechodné obdobie, aby mali subjekty, ktorých sa to týka čas na prípravu a na implementáciu danej smernice do svojich pracovných postupov.

Rok 2008 bol veľmi špecifický a možno až symbolický v súvislosti so zavedením smernice Mifid na Slovensku. V tomto roku totiž naplno prepukla finančná kríza, ktorá onedlho prerástla do svetovej finančnej a hospodárskej krízy, pričom mnoho odborníkov sa prikláňalo k názoru, že sa vypuknutím krízy stojí nedostatočná regulácia finančného a bankového sektora, javy ako sekuritizácia aktív, virtualizácia peňazí, neriadené úverové hospodárenie bánk, svetové prepojenie a preliavanie prostriedkov,...

Európska Komisia začala ešte pred krízou pracovať na smernici Mifid a členské krajiny ju aj aplikovali do svojich legislatív. Dané pravidlá, či smernica sa zameriava práve na oblasť finančného sektora, ktorej sa pripisuje najväčší podiel na vzniku krízy – investovanie. Hlavným cieľom smernice, ale samozrejme neboli protikrizové opatrenia, ale ochrana investorov a v podstate celého systému pre zlými rozhodnutiami.

Činnosti ako kategorizácia klientov, testovanie ich vedomosti, rizikovosti, skutočnosti a povinnosti pre firmy poskytujúce investičné služby – ako napr. väčšia povinnosť archivácie, povinnosť testovať klientov,..toto všetko prispelo k zmene systému a trhu nielen na Slovensku ale v podstate v celej Európskej únii, kde je daná smernica aplikovaná.

Je faktom, že Mifid I má svoje nedostatky a preto sa začalo pracovať na jeho novej verzii Mifid II, ale možno povedať, že hlavný cieľ jeho aplikácie – ochrana neprofesionálnych klientov bola naplnená a daná skupina investorov má zvýšenú ochranu, nielen pred finančnými inštitúciami, následkami vývoja trhu, ale najmä pred samými seba a pred svojimi zlými rozhodnutiami.

*Autorom článku je Peter Korduliak
z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií,
NHF EU v Bratislave*

4. Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi
5. článok 21 smernice č. 2004/39/ES o trhoch finančných nástrojov
6. články 13 a 25 smernice MiFID
7. článok 51 prevádzajúcej smernice č.2006/73/EC
8. Zákon č. 566/2001 Z.z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov
9. Výročná správa Národnej banky Slovenska z roku 2007
10. KAROL KONKOL. 2007. MIFID – Pohroma alebo krok vpred? hnonline.sk: elektronický časopis o ekonomike [online] Bratislava: [cit. 26.06.2007]. Dostupné na internete <http://hn.hnonline.sk/c1-21481960-mifid-pohroma-alebo-krok-vpred>
11. ROMAN STUHLÍK. 2007. Blíži se mifid. Finexpert.cz: elektronický časopis o ekonomike [online] Praha: [cit. 09.02.2007]. Dostupné na internete <http://finexpert.e15.cz/blizi-se-mifid>
12. PAVEL MATOUŠEK. 2009. MiFID. Investiční poradci ponosou zodpovědnost! investujeme.cz: elektronický časopis o ekonomike [online] Praha: [cit. 20.03.2009]. Dostupné na internete <http://www.investujeme.cz/clanky/mifid-investicni-poradci-ponosou-zodpovednost/>
13. PAVEL ŠKRINIAR. 2007. MiFID sem, MiFID tam. hnonline.sk: elektronický časopis o ekonomike [online] Bratislava: [cit. 09.05.2007]. Dostupné na internete <http://investor.hnonline.sk/c1-24940490-mifid-sem-mifid-tam>
14. BRONDOŠOVÁ, Eva a MANČÍKOVÁ, Barbora. 2007. Ako ochrániť investora. etrend.sk: elektronický časopis o ekonomike [online] Bratislava: [cit. 11.05.2007]. Dostupné na internete <http://firmy.etrend.sk/firmy-a-trhy-financny-sektor/ako-ochranit-investora.html>
15. Úřední věstník L 141 , 11/06/1993 S. 0027 – 0046. Dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:CS:HTML>
16. http://www.europskaunia.sk/smernica_oznamenie_memo
17. http://www.fimex.sk/docs/vseobecne_informacie_o_smernici.pdf
18. <http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad-nad-bankovnictvom-aocp/najcastejsie-otazky/stanoviska/porovnanie- stanovisko>
19. http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/com_2008_213_sk_acte_f.pdf
20. <http://www.bankovnictvi.ihned.cz/mena, 28.02.2009>
21. <http://hn.hnonline.sk/c1-21481960-mifid-pohroma-alebo-krok-vpred, 25.02.2009>
22. <http://www.manageria.sk/view-227.php, 13.03.2009>
23. <http://www.dexia.sk/www/home.nsf/s/1350>
24. <http://firmy.etrend.sk/firmy-a-trhy-financny-sektor/klientov-bank-caka-maly-bigbang.html>
25. <http://www.privatbanka.sk/?com=pages&node=59>
26. <http://firmy.etrend.sk/firmy-a-trhy-financny-sektor/predajcovia-musia-bytdiplomatickejsi.html>
27. http://www.slsp.sk/ActiveWeb/Page/inv_sluzby_mifid_vseobecne_informacie/vseobecne_informacie.html
28. <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=4749>
29. <http://finance.etrend.sk/investicie/slovník-investora-warranty.html>
30. <http://finance.etrend.sk/investicie/slovník-investora-futuritne-kontrakty.html>
31. <http://www.slsp.sk/sk/zaisteny-vklad-1.html?versionNumber=66>
32. <http://www.finance.sk/investovanie/informacie/fondy/podielovy-list/>
33. http://www.proxenta.sk/info/Informacie_o_poskytovanych_investicnych_sluzbach.pdf
34. http://www.europskaunia.sk/konvergenecne_kriteria
35. <http://www.slsp.sk>
36. <http://www.tatrabanka.sk>
37. <http://www.vub.sk>
38. <http://www.aocp.sk>

Kreditné deriváty a swapy kreditného zlyhania PIIGS krajín v rokoch 2006 - 2008

Lubomír Pinter

V predloženom príspevku sa budem snažiť vymedziť pojem kreditných derivátov, pričom svoju pozornosť zameriam najmä na swap kreditného zlyhania (CDS) a následne zrealizujem analýzu CDS PIIGS krajín v rokoch 2006 - 2008. Pojem CDS predstavuje nový fenomén v oblasti finančného trhu a keďže pre veľkú väčšinu investorov predstavuje neznámy pojem, pokúsím sa v príspevku tento v poslednom období pertraktovaný pojem stručne ozrejmíť.

Kreditné (úverové) deriváty vznikli v 90. rokoch v Bankers Trust a Credit Suisse Financial Products, avšak väčší rozmach zaznamenali až zapojením sa amerických bánk J.P. Morgan Chase a Citigroup (Jílek, 2006). Najjednoduchšie môžeme kreditný derivát charakterizovať ako kontrakt uzavretý medzi dvomi stranami na úverové riziko tretej strany (Jílek, 2010). Kreditný derivát je derivátový cenný papier, ktorý je primárne používaný na prenos, zaistenie alebo riadenie kreditného rizika, a ktorého výnos je materiálne ovplyvnený kreditným rizikom (Schönbucher, 2003, s. 8). Francis (1999) definuje kreditný derivát ako dvojstranný finančný kontrakt, ktorý oddeľuje špecifické aspekty kreditného rizika od podkladového nástroja a prenáša predmetné riziko medzi dve strany. V rámci tohto procesu kreditné deriváty oddeľujú vlastníctvo a proces samotného riadenia kreditného rizika od ostatných kvalitatívnych a kvantitatívnych aspektov vlastneného finančného aktíva.

Z uvedených definícií vyplýva, že kreditné deriváty vznikli najmä za účelom *presunu rizika zlyhania pri platení dlžníka*, pričom je potrebné zdôrazniť, že riziko zlyhania dlžníka sa v tomto prípade vníma ako *špecifické aktívum*, s ktorým sa ďalej obchoduje práve prostredníctvom kreditných derivátov. V prípade, že dlžník reálne zlyhá, vzniká tzv. *kreditná udalosť (credit event)*, ktorá je vopred presne precizovaná v zmluve daného kontraktu.

Príklady vzniku možných kreditných udalostí popisuje tabuľka 1, avšak neobsahuje všetky možné prípady, nakoľko a to je potrebné zdôrazniť, kreditné deriváty sú ako finančné nástroje obchodované na *mimoburzovom trhu*, v dôsledku čoho vzniká v praxi možnosť *individuálnej dohody* oboch zmluvných strán t.j. predávajúceho a kupujúceho kreditného rizika, na podmienkach zmluvy a teda aj na tom, čo si pod pojmom kreditná udalosť vzájomne predstavujú.

Tabuľka 1
Príklady vybraných kreditných udalostí

<i>Kreditná udalosť</i>	
	Zníženie úverového hodnotenia subjektu agentúrou S&P a/alebo Moodys, pod vopred dohodnutú minimálnu úroveň.
	Reštrukturalizácia dlhu alebo financií.
	Bankrot alebo platobná neschopnosť vzťahujúca sa na dlžníka ako emitenta daného podkladového aktíva úverového derivátu.
	Zlyhanie pri platení záväzkov ako napríklad kupónu z dlhopisu a pokračujúca neschopnosť platenia záväzkov po špecifickom časovom období.
	Technické zlyhanie - ako napríklad nezaplatenie úrokov alebo kupónu, keď nastane splatnosť.

Zdroj: Choudhry, 2006, s. 4

Členiť kreditné deriváty môžeme z pohľadu financovania na *financované a nefinancované*. Pri finan-

covaných typoch, predávajúci kreditnej ochrany zaplatí na začiatku obchodu celú sumu, ktorá by bola potrebná ak by nastala kreditná udalosť. Podobne by sa postupovalo aj pri dohodnutom fyzickom vyrovaní kontraktu. Pri nefinancovaných kreditných derivátoch predávajúci kreditnej ochrany neplatí vopred žiadnu finančnú platbu kupujúcemu kreditnej ochrany (Choudhry, 2006).

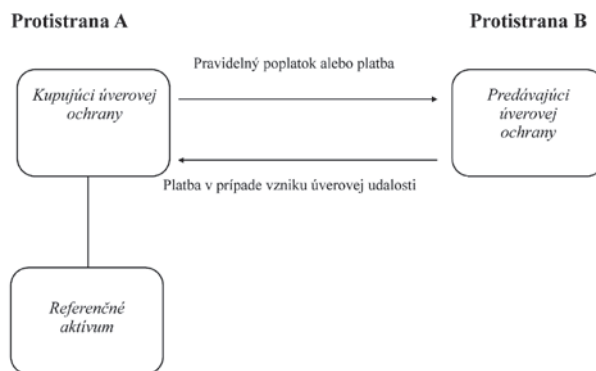
Swap kreditného zlyhania (CDS - credit default swap) - patrí medzi najpoužívanejší druh kreditných (úverových) derivátov. K tomu, že sa CDS stali najpoužívanejším druhom kreditných derivátov prispela najmä štandardizácia kontraktov ISDA v roku 2003. V tejto súvislosti považujem za potrebné vysvetliť základné názvoslovie vzťahujúce sa k CDS:

- **predávajúci úverového rizika resp. kupujúci ochrany pred úverovým rizikom** - jednotka, ktorá predáva úverové riziko. Niekedy si týmto spôsobom môže jednotka zabezpečiť úverové riziko svojho aktíva resp. aktív v svojom portfóliu,
- **kupujúci úverového rizika resp. predávajúci ochrany pred ním** - jednotka, ktorá kupuje úverové riziko. Táto jednotka je takmer vždy špekulantom na úverové riziko referenčnej jednotky,
- **referenčná jednotka** - jeden alebo viac emitentov, ktorého zlyhanie v platení spúšťa úverovú udalosť,
- **referenčné aktívum** - vo vzťahu k úverovým derivátom sa jedná o určité aktívum veriteľa, ktoré pre referenčnú jednotku predstavuje referenčný záväzok. Pri úverových derivátoch sa na rozdiel od iných derivátov podkladový nástroj nazýva referenčným záväzkom,
- **referenčný záväzok** - jedná sa o určitý záväzok referenčnej jednotky; zníženie tohto záväzku sa používa k stanoveniu významnosti akejkoľvek úverovej udalosti, či zvýšeniu úverového rizika a tiež k výpočtu platby z kreditného derivátu. Obvykle sa jedná o dlhový cenný papier, úver alebo inú formu finančného nástroja,
- **zaistovaný (podkladový) nástroj** - nástroj, ktorý predávajúci úverového rizika vlastní a zaistuje ho úverovým derivátom (Jílek, 2010, s. 520; Schönbucher, 2003, s. 8).

V prípade CDS sa jedná sa o kontrakt, pri ktorom je vopred resp. v pravidelných intervaloch vyplácaná fixná platba výmenou za príslušnú platbu v prípade vzniku kreditnej udalosti. Obrázok 1 nám objasňuje princíp mechanizmu základného typu CDS. CDS predstavuje v podstate **nefinancovaný** kreditný derivát, avšak môže vzniknúť prípad, kedy predávajúci úverového rizika požaduje

kolaterál, ktorý môže mať aj peňažnú podobu. V tomto prípade sa jedná o financovaný kreditný derivát (Jílek, 2010).

Obrázok 1 Swap kreditného zlyhania



Zdroj: Choudhry, 2006, s. 9

CDS ako jeden z najpoužívanejších kreditných derivátov môže nadobúdať okrem základného typu aj rôzne ďalšie variácie. Prvou variáciou je **košový swap kreditného zlyhania (basket credit default swap)**, pri ktorom sa namiesto jedného referenčného záväzku berú do úvahy viaceré referenčné záväzky. Ďalším typom je **swap kreditného zlyhania s opciou na ukončenie (termination option credit default swap)**, ktorý umožňuje skoršie ukončenie kontraktu. Využívajú sa najmä pri úveroch, ktoré budú pravdepodobne splatené skôr a teda úverová ochrana už nie je potrebná. Iným typom je **navyšovací swap kreditného zlyhania (step-up credit default swap)**. Pri tomto type CDS sa po určitom termíne platby navyšujú, pričom predávajúci kreditného rizika má právo k tomuto dátumu ukončiť kontrakt. Posledným typom je **digitálny swap kreditného zlyhania (digital credit default swap)**, pri ktorom je vopred určená pevná platba, alebo percento z nominálnej hodnoty referenčného záväzku, ktorá bude vyplatená v prípade vzniku úverovej udalosti (Jílek, 2010). V praktickej rovine sa ako optimálne riešenie pre investorov nakupujúcich štátne dlhopisy ponúka poistenie svojej investície proti platobnej neschopnosti jednotlivých krajín, ktoré sa realizuje práve prostredníctvom finančnej inovácie CDS.

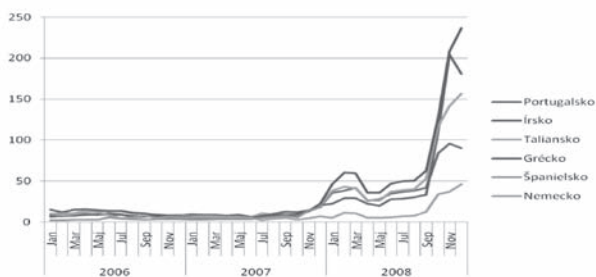
Analýza swapov kreditného zlyhania v rokoch 2006-2008

V tejto časti príspevku zameriam svoju pozornosť na zmapovanie vývoja cien na trhu swapov kreditného zlyhania (ďalej len CDS) na štátne dl-

hopisy vybraných krajín eurozóny. Konkrétne sa bude jednať o Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko a Španielsko, ktoré zvyknú finanční analytici označovať ako krajiny PIIGS. Pri krátkej analýze budem brať do úvahy aj vývoj cien CDS na **nemecké štátne dlhopisy**, ktoré investori považujú za najbezpečnejšie v eurozóne a za európsky benchmark pre vývoj cien na trhu CDS.

V praxi cenu CDS štátnych dlhopisov jednotlivých krajín ovplyvňuje množstvo faktorov, medzi ktoré môžeme zaradiť napríklad zmenu politického režimu, výšku verejného dlhu krajiny, vývoj HDP krajiny, deficit verejných financií, nezamestnanosť, úverový rating. Vývoj na trhu cien CDS štátnych dlhopisov krajín PIIGS v rokoch 2006 - 2008 znázorňuje obrázok 2. Je nesporné, že v mnohých prípadoch investori ponímajú výšku ceny CDS na jednotlivé štátne dlhopisy krajín PIIGS ako vzájomne sa ovplyvňujúce, od čoho často závisí v konečnom dôsledku aj pohyb cien jednotlivých CDS. V rámci analyzovaného časového úseku považujem za mimoriadne zaujímavú najmä skutočnosť, že rozpätie cien CDS jednotlivých krajín, voči cene CDS na nemecké štátne dlhopisy sa pohybovalo v malých, v niektorých prípadoch dokonca aj v záporných číslach (júl 2006 - máj 2007), čo nasvedčovalo tomu, že investori na finančných trhoch považovali riziko nesplatenia dlhu krajín PIIGS za približne rovnako veľké, resp. dokonca nižšie ako riziko nesplatenia dlhu zo strany SRN.

Obrázok 2 Vývoj cien CDS štátnych dlhopisov v rokoch 2006 až 2008



Zdroj: Spracované na základe údajov z <http://www.bloomberg.com>

Predmetný stav bol zapríčinený predovšetkým celkovo pozitívnym výhľadom v regióne, čomu nasvedčujú aj hodnotenia jednotlivých krajín ratingovou agentúrou Fitch IBCA v tabuľke 2. Viaceré krajiny dokonca počas tohto obdobia zaznamenali zlepšenie svojich ratingových hodnotení.

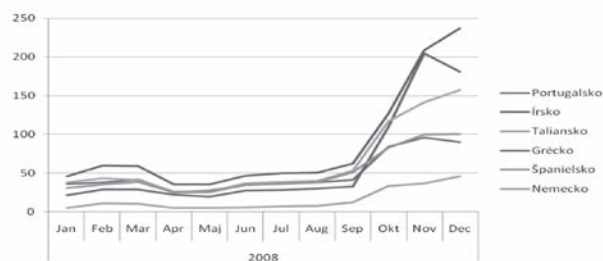
Tabuľka 2 Hodnotenia krajín PIIGS v roku 2008 agentúrou Fitch IBCA

	Portugalsko	Írsko	Taliansko	Grécko	Španielsko
Hodnotenie	AA	AAA	AA-	A	AAA
Výhľad	Stabilný	Stabilný	Stabilný	Stabilný	Stabilný

Zdroj: <http://reports.fitchratings.com>

Miernu zmenu v cenách CDS analyzovaných krajín môžeme pozorovať od septembra 2007, kedy nastáva dovtedy nevídaný nárast cien CDS jednotlivých krajín nielen v prípade krajín PIIGS, ale celkovo na úverových trhoch. Prehodnocovanie úverového rizika zo strany investorov v tomto období úzko súvisí so situáciou na trhu hypoték v USA, kedy mnohí finanční veritelia boli nútení prehodnotiť úverové riziká svojich aktív. Ako môžeme vidieť na obrázku 3, turbulencia na trhu s úverovým rizikom vyvrcholila v septembri 2008 krachom investičnej banky Lehman Brothers, ktorej pád spôsobil všeobecnú paniku a nervozitu investorov nielen na trhu s kreditnými derivátmi. V októbri 2008 bolo možné napríklad pozorovať nárast cien vybraných CDS o viac ako 100% oproti predchádzajúcemu mesiacu. Po negatívnej udalosti s Lehman Brothers sa totiž mnohé veľké banky nachádzali vo finančnej tiesni a boli potrebné intervencie zo strany vlád jednotlivých krajín, čo spôsobilo zvýšenú pozornosť účastníkov finančného trhu práve na ich hospodárenie a teda aj na úverové riziko a s ním súvisiace CDS.

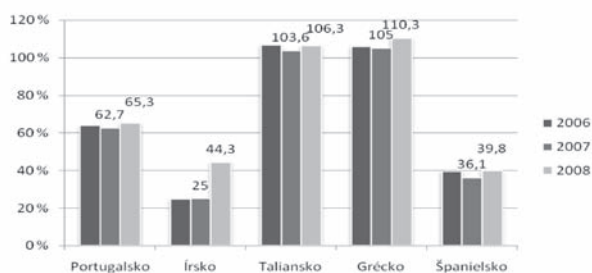
Obrázok 3 Vývoj cien CDS štátnych dlhopisov krajín PIIGS v roku 2008



Zdroj: Spracované na základe údajov z <http://www.bloomberg.com>

Pred naštartovaním finančnej krízy sa totiž obchodovanie na finančných trhoch koncentrovalo na finančné nástroje súkromného sektora ako príklad môžem uviesť firemné úverové riziko resp. nástroje sekuritizácie. Po kolapse investičnej banky Lehman Brothers došlo zo strany investorov k prehodnocovaniu rizika zlyhania jednotlivých rozvinutých krajín, pretože vďaka ich aktívnemu „boju“ s následkami krízy sa významne začalo zvyšovať ich verejné zadĺženie, napríklad Írsko ako vidíme na obrázku 4, zaznamenalo najväčší percentuálny nárast podielu verejného dlhu voči HDP. Grécko a Taliansko predstavujú krajiny, v ktorých podiel verejného dlhu na HDP presahuje v roku 2008 úroveň 100%, čo v prostredí so zvyšujúcou sa averziou voči riziku kvôli pretrvávajúcej finančnej kríze a klesajúcim rastom HDP negatívne ovplyvňovalo investorov a dočasne tlačilo ceny CDS na dlhopisy spomínaných krajín permanentne na vyššie a vyššie úrovne. Vysvetľuje sa tým v podstate skutočnosť, prečo v tomto období dosahujú najvyššie hodnoty ceny CDS na štátne dlhopisy krajín Grécka, Írska a Talianska spomedzi krajín PIIGS.

Obrázok 4 Podiel verejného dlhu na HDP krajín PIIGS



Zdroj: Spracované na základe údajov z <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

Ceny vybraných CDS sa kvôli vyššie uvedeným skutočnostiam a negatívnejmu výhľadu regiónu do budúcnosti vyšplhali na historické maximá, napríklad cena CDS na írské štátne dlhopisy dosiahli hodnotu ku koncu roka 2008 viac ako 180 bodov (obrázok 3), CDS na talianske štátne dlhopisy sa pohybovali na hodnote 160 bodov a cena CDS na štátne dlhopisy Grécka bola dokonca na úrovni 230 bodov, čo predstavovalo pre potenciálnych investorov náklady na poistenie gréckych štátnych dlhopisov v nominálnej hodnote 10 miliónov eur až 230 tisíc eur ročne t.j. 2,3 % z objemu celkovej investície. Pre zaujímavosť ceny CDS na nemecké štátne dlhopisy nedosiahli v tomto období ani hranicu 50 bazických

bodov (obrázok 3) t.j. v prípade, že si investori investujúci do nemeckých štátnych dlhopisov chceli poistiť riziko nesplatenia týchto dlhopisov zo strany SRN v nominálnej hodnote 10 miliónov eur boli nútení vynaložiť prostredníctvom finančnej inovácie CDS, finančné prostriedky vo výške 50 tisíc eur ročne, čo predstavovalo v tomto prípade pre investorov v komparácii s investíciou do gréckych štátnych dlhopisov náklad len vo výške 0,5 % z objemu celkovej investície. Je logické, že o uvedené náklady na poistenie kreditného rizika sa znižujú celkové výnosy investorov z vlastníctva štátnych dlhopisov. Akým smerom sa vyvíjali ceny CDS krajín PIIGS v rokoch 2009 - 2011 uvediem v ďalšom príspevku.

Literatúra:

1. FRANCIS, J. C., FROST, J. A., WHITTAKER, J. G. 1999. *The Handbook of Credit Derivatives*. London : McGraw-Hill Professional, 392 s. ISBN-13: 9780070225886.
2. CHOUDHRY, M. 2006. *The credit default swaps basis*. New York : Bloomberg Press, 226 s. ISBN-13: 978-1-57660-236-2.
3. JÍLEK, J. 2006. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové spoločnosti*. Praha : GRADA Publishing, a. s., 260 s. ISBN 80-247-1826-X.
4. JÍLEK, J. 2010. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. Praha : Grada Publishing, a. s., 632 s. ISBN 978-80-247-3696-9.
5. LAWSON, C. W. – ZIMKOVÁ, E. 2009. *The Credit Crisis: what Lesson for Visegrad?* Prague Economic Papers, Praha, 2/2009. ISSN 1210-0455
6. PINTER, L. 2010. *Pôsobenie komerčnej banky na peňažnom a devízovom trhu*. Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela. Banská Bystrica, 2010. 150 s. ISBN 978-80-557-0068-7.
7. SCHÖNBUCHER, J. P. 2003. *Credit derivatives pricing models : models, pricing and implementation*. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 399 s. ISBN-10: 0-470-84291-1
8. ZIMKOVÁ, E. 2009. *Bankovníctvo*. Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela. Banská Bystrica, 2009. 263 s. ISBN 978-80-8083-801-0.

<http://www.bloomberg.com>

<http://reports.fitchratings.com>

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/introduction

Autor článku je Ing. Lubomír Pinter, PhD.
z Katedry financií a účtovníctva
Ekonomickej fakulty UMB

Vývoj počtu úpadkov a bankrotov za rok 2010 v SR

Jana Marková

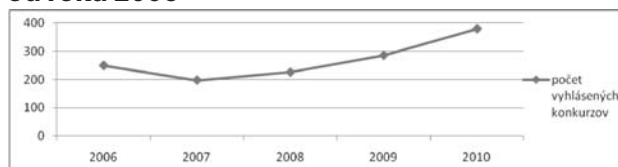
Aj keď vývoj niektorých makroekonomických ukazovateľov začiatkom roka 2010 naznačoval, že ekonomika ako celok prekonala hospodársku krízu a dochádza k jej oživeniu, z nárastu počtu bankrotov za rok 2010 je možné vyvodiť záver, že k oživeniu nedochádzalo rovnomerne vo všetkých odvetviach a regiónoch Slovenska.

Vývoj počtu vyhlásených konkurzov za SR celkom

Napriek poklesu počtu vyhlásených konkurzov v druhom polroku bol celkový počet vyhlásených konkurzov za rok 2010 vyšší oproti roku 2009 o 94 vyhlásených konkurzov, t. j. o 32,98%. Skutočný počet vyhlásených konkurzov je takmer totožný s našim odhadom 400 vyhlásených konkurzov pre rok 2010.

Vývoj počtu vyhlásených konkurzov od roku 2006 zobrazuje graf č. 1. Od začiatku roku 2008 počet vyhlásených konkurzov medziročne narastal pri súčasnom medzi ročnom zvyšovaní tempa rastu (rok 2008 – 225 vyhlásených konkurzov, nárast oproti roku 2007 o 14,21 %, rok 2009 – 285 vyhlásených konkurzov, nárast oproti roku 2008 o 26,67 %, rok 2010 – 379 vyhlásených konkurzov, nárast oproti roku 2009 o 32,98 %).

Graf č. 1: Vývoj počtu vyhlásených konkurzov od roku 2006



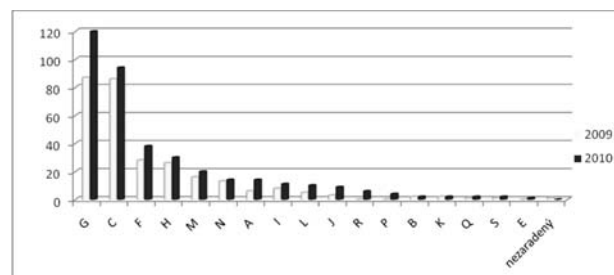
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov v jednotlivých sekciách ekonomických činností (odvetviach)

Podľa údajov v grafe č. 2 výrazne najvyššie počty vyhlásených konkurzov v roku 2010 ako aj v roku

2009 boli v dvoch sekciách – veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G) a priemyselná výroba (sekcia C), viac ako 30 vyhlásených konkurzov (viac ako 20 v roku 2009) bolo v sekciách stavebníctvo (sekcia F) a doprava a skladovanie (sekcia H). Najmenší počet vyhlásených konkurzov sme zaznamenali v obidvoch rokoch v sekciách dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E – v roku 2009 nebol vyhlásený ani jeden konkurz), ostatné činnosti (sekcia S), zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q), finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K), ťažba a dobývanie (sekcia B).

Graf č. 2: Počet vyhlásených konkurzov v rokoch 2009 a 2010 v sekciách* ekonomických činností (odvetviach)



Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.
*sekcie (zskupenia) ekonomických činností podľa Štatistickej klasifikácie ekonomických činností: veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); priemyselná výroba (sekcia C); stavebníctvo (sekcia F); doprava a skladovanie (sekcia H); odborné, vedecké a technické činnosti (sekcia M); administratívne a podporné služby (sekcia N); poľnohospodárstvo, poľovníctvo a rybolov (sekcia A); ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I); činnosti v oblasti nehnuteľností (sekcia L); informácie a komunikácia (sekcia J); umenie, zábava a rekreácia (sekcia R); vzdelávanie (sekcia P); ťažba a dobývanie (sekcia B); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K); zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q); ostatné činnosti (sekcia S); dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); neuvedený predmet činnosti podľa štatistickej klasifikácie (nezaradený).

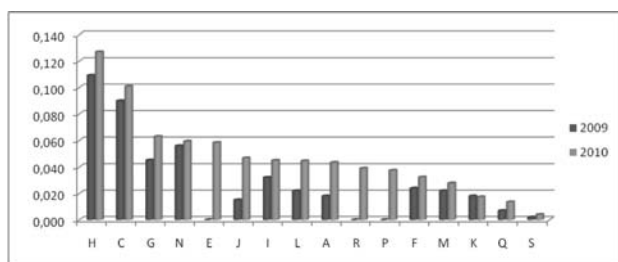
V roku 2010 nebol vyhlásený ani jeden konkurz v štyroch sekciách: dodávka elektriny, plynu, pary

a studeného vzduchu (sekcia D); verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie (sekcia O); nedi-ferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T); činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U). **V roku 2009 bolo takýchto sekcií sedem**, okrem spoločných sekcií s rokom 2010 to boli aj sekcie dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E), umenie, zábava a rekreácia (sekcia R) a vzdelávanie (sekcia P).

Vysoký počet vyhlásených konkurzov v sekcii automaticky neznamená, že ide o odvetvie s vysokým rizikom bankrotu. **Za rizikové považujeme odvetvie, v ktorom je vysoký podiel podnikov, na majetok ktorých bol vyhlásený konkurz, k počtu podnikov v danom odvetví.**

Ako vyplýva z grafu č. 3, **podiel vyhlásených konkurzov poklesol oproti roku 2009 iba v jedinej sekcii - finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K). Výrazne najvyšší podiel vyhlásených konkurzov bol v obidvoch rokoch v sekcii ťažba a dobývanie (sekcia B)**, v dôsledku malého počtu podnikov v odvetví. S výrazným odstupom nasledovali v obidvoch rokoch sekcie doprava a skladovanie (sekcia H) a priemyselná výroba (sekcia C), na štvrtú pozíciu z piatej v roku 2009 postúpil veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G) a zo štvrtej pozície v roku 2009 na piatu klesli administratívne a podporné služby (sekcia N). **Najnižšie podiely ako aj počty vyhlásených konkurzov v obidvoch rokoch boli v sekciiach zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q) a ostatné činnosti (sekcia S).**

Graf č. 3: Podiel vyhlásených konkurzov v rokoch 2009 a 2010 v sekciiach ekonomických činností (odvetviach) bez sekcie ťažba a dobývanie (sekcia B) v percentách



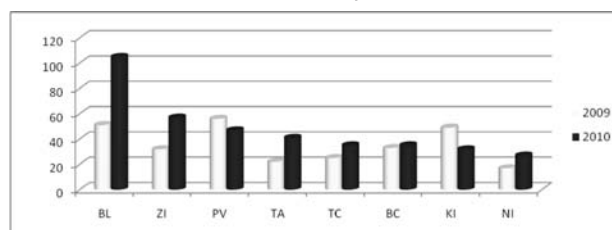
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov v jednotlivých krajoch

Podľa údajov v grafe č. 4 bolo poradie krajov z hľadiska počtu vyhlásených konkurzov v roku

2010 odlišné od roku 2009. **V roku 2010 sme výrazne najviac vyhlásených konkurzov zaznamenali v Bratislavskom kraji.** S výraznejším odstupom nasledovali Žilinský a Prešovský kraj. **V roku 2009 boli najvyššie počty vyhlásených konkurzov (s malými rozdielmi medzi kraji) v Prešovskom, Bratislavskom a Košickom kraji.** V obidvoch rokoch bol najnižší počet vyhlásených konkurzov v Nitrianskom kraji.

Graf č. 4: Počet vyhlásených konkurzov v rokoch 2009 a 2010 v krajoch*

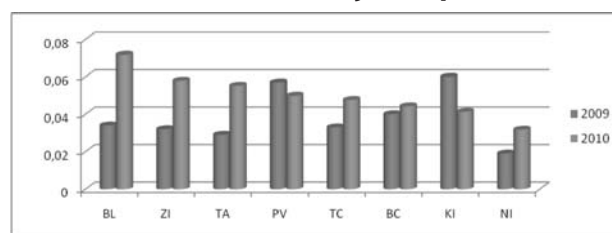


Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

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

Vysoký počet vyhlásených konkurzov v kraji automaticky neznamená, že ide o kraj s vysokým rizikom bankrotu. **Za rizikový považujeme kraj, v ktorom je vysoký podiel podnikov, na majetok ktorých bol vyhlásený konkurz, k počtu podnikov v danom kraji.**

Graf č. 5: Podiel vyhlásených konkurzov v rokoch 2009 a 2010 v krajoch v percentách



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

Z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov v krajoch sa situácia medzi rokom 2010 a 2009 odlišovala (graf č. 5). Zatiaľ čo **v roku 2010 bolo s výnimkou dvoch krajov (Trnavský a Prešovský – vzájomná výmena poradia) ich poradie z hľadiska počtu aj podielu vyhlásených konkurzov rovnaké**, v roku 2009 mali rovnaké poradie iba kraje s najnižším počtom aj podielom vyhlásených konkurzov – Nitriansky a Trnavský kraj. **Najvyššie podiely vyhlá-**

sených konkurzov v roku 2010 boli v Bratislavskom, Žilinskom a Trnavskom kraji, v roku 2009 v Košickom, Prešovskom a Banskobystrickom kraji.

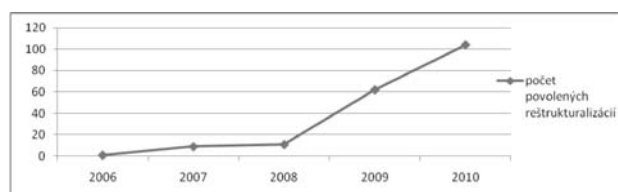
Medzi rokmi 2010 a 2009 sme zaznamenali výraznejšie rozdiely v poradí krajov z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov na rozdiel od stabilnejšej situácie v poradí v sekciách ekonomických činností.

Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií za SR celkom

Napriek spomaleniu tempa rastu povolených reštrukturalizácií v 3. Q a ich poklesu v 4. Q 2010 bol celkový počet povolených reštrukturalizácií za rok 2010 (104 povolených reštrukturalizácií) vyšší oproti roku 2009 (62 povolených reštrukturalizácií) o 42, t. j. o 67,74%. Skutočný počet povolených reštrukturalizácií je takmer totožný s našim odhadom 100 povolených reštrukturalizácií pre rok 2010.

Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií od roku 2006 zobrazuje graf č. 6. Od roku 2009 došlo k spomaleniu tempa rastu povolených reštrukturalizácií, keď zvýšenie ich počtu oproti roku 2008 (11 povolených reštrukturalizácií) o 51, predstavovalo nárast až o 463,64%. V porovnaní s počtom vyhlásených konkurzov je zrejmé, že sa reštrukturalizácie ako alternatíva konkurzov využívajú v relatívne malej miere.

Graf č. 6: Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií od roku 2006



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

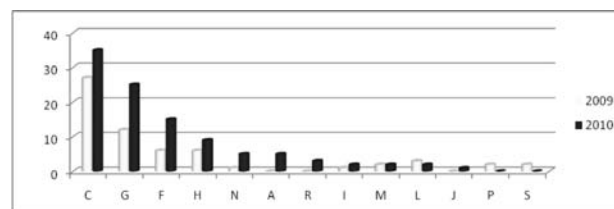
V roku 2010 nebola povolená reštrukturalizácia v desiatich sekciách: ťažba a dobývanie (sekcia B), dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D), dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E), finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K), verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie (sekcia O), vzdelávanie (sekcia P), zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q), ostatné činnosti (sekcia S), nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T), činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U).

V roku 2009 nebola povolená reštrukturalizácia v jedenástich sekciách – okrem sekcií B, D, E, K, O, Q, T, U (kde nebola povolená reštrukturalizácia ani v roku 2010) to boli sekcie: poľnohospodárstvo, poľovníctvo a rybolov (sekcia A), informácie a komunikácia (sekcia J), umenie, zábava a rekreácia (sekcia R).

Vývoj počtu a podielu povolených reštrukturalizácií v jednotlivých sekciách ekonomických činností (odvetviach)

Podľa údajov v grafe č. 7 vyššie počty povolených reštrukturalizácií v roku 2010 ako aj v roku 2009 boli v dvoch sekciách - priemyselná výroba (sekcia C) a veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G) - zámena ich poradia v porovnaní s počtom vyhlásených konkurzov. S rovnakým poradím nasledovali stavebníctvo (sekcia F) a doprava a skladovanie (sekcia H) - rovnako ako pri vyhlásených konkurzoch.

Graf č. 7: Počet povolených reštrukturalizácií v rokoch 2009 a 2010 v sekciách ekonomických činností (odvetviach)



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

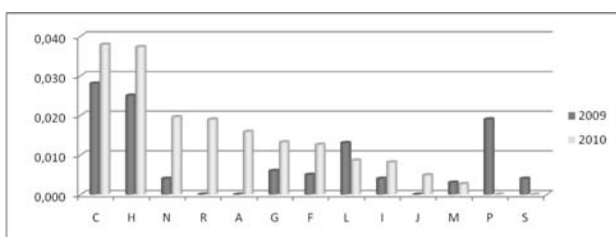
Najmenší počet povolených reštrukturalizácií bol v rokoch 2010 a 2009 v rozdielnych sekciách – v roku 2010 v sekcii informácie a komunikácia (sekcia J), v roku 2009 v sekciách ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I) a administratívne a podporné služby (sekcia N).

Vysoký počet povolených reštrukturalizácií v sekcii automaticky neznamená, že ide o rizikové odvetvie. Za také považujeme odvetvie, v ktorom je vysoký podiel podnikov, ktorým bola povolená

reštrukturalizácia, k počtu podnikov v danom odvetví.

Ako vidieť z grafov č. 7 a 8, rovnaké poradie z hľadiska podielu ako aj počtu povolených reštrukturalizácií v obidvoch rokoch mala iba priemyselná výroba (sekcia C), s ich najvyšším podielom a počtom. Najnižší podiel v rokoch 2010 a 2009 bol v sekcii odborné, vedecké a technické činnosti (sekcia M), v roku 2010 aj v sekcii informácie a komunikácia (sekcia J).

Graf č. 8: Podiel povolených reštrukturalizácií v rokoch 2009 a 2010 v sekciiach ekonomických činností (odvetviach) v percentách



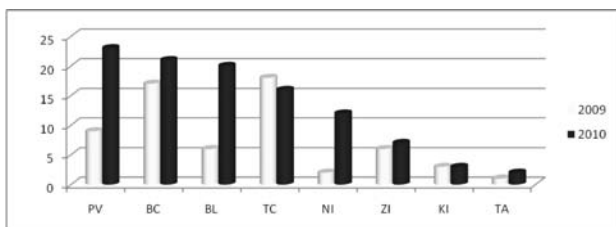
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vývoj počtu a podielu povolených reštrukturalizácií v jednotlivých krajoch

Podľa údajov v grafe č. 9 bolo poradie krajov z hľadiska počtu povolených reštrukturalizácií v roku 2010 odlišné od roku 2009 s výnimkou Banskobystrického (druhý v poradí) a Trnavského (posledný v poradí) kraja.

V roku 2010 sme najviac povolených reštrukturalizácií zaznamenali v Prešovskom, Banskobystrickom a Bratislavskom kraji, v roku 2009 to bolo v Trenčianskom, Banskobystrickom a Prešovskom kraji. Najmenej povolených reštrukturalizácií v obidvoch rokoch bol v Trnavskom kraji.

Graf č. 9: Počet povolených reštrukturalizácií v rokoch 2009 a 2010 v krajoch

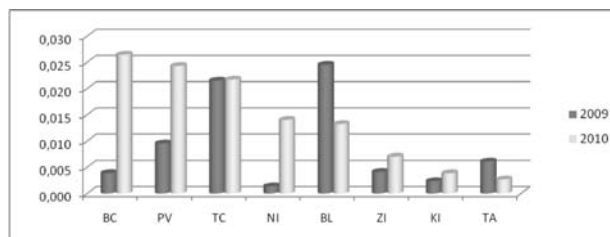


Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Vysoký počet povolených reštrukturalizácií v kraji neznamená, že je vysoký aj ich podiel. Iba v roku 2010 mali rovnaký podiel aj počet povolených reštrukturalizácií 3 kraje s ich najmenším podielom a počtom – Trnavský, Košický a Žilinský kraj.

Ako vyplýva z grafu č. 10, poradie podnikov z hľadiska podielu povolených reštrukturalizácií bolo v roku 2010 odlišné od roku 2009, s výnimkou Košického kraja, ktorý bol v obidvoch rokoch siedmy v poradí.

Graf č. 10: Podiel povolených reštrukturalizácií v rokoch 2009 a 2010 v krajoch v percentách



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

V roku 2010 bol najvyšší podiel povolených reštrukturalizácií v Banskobystrickom, Prešovskom a Trenčianskom kraji, najnižší v Trnavskom a Košickom kraji. V roku 2009 bol najvyšší podiel povolených reštrukturalizácií v Bratislavskom, Trenčianskom a Prešovskom kraji, najnižší v Nitrianskom a Košickom kraji.

Nárast počtu dlžníkov v úpadku, majetok ktorých nepostačoval na úhradu nákladov konkurzného konania, resp. na úhradu pohľadávok voči podstate

Od začiatku roku 2007 zaznamenávame nárast počtu dlžníkov, u ktorých sa v čase preukázania ich úpadku zistí, že ich majetok už nie je postačujúci ani na úhradu nákladov konkurzného konania a konkurzné konanie sa skončí (konkurz ani nie je vyhlásený). V roku 2010 sme zaznamenali 512 prípadov skončenia konkurzného konania pre nemajetnosť, čo predstavuje oproti roku 2009 nárast o 24, t. j. o 4,92 %.

Od začiatku roku 2008 tiež zaznamenávame nárast počtu dlžníkov, u ktorých sa po vyhlásení konkurzu zistí, že ich majetok nepostačuje ani na úhradu pohľadávok voči podstate a konkurz sa zruší.

V roku 2010 sme zaznamenali 137 prípadov zrušenia konkurzu pre nemajetnosť, čo predstavuje oproti roku 2009 nárast o 10, t. j. o 7,87 %.

Napriek spomaleniu tempa nárastu počtu takýchto dlžníkov v roku 2010 oproti roku 2009 v porovnaní s tempom ich nárastu v predchádzajúcich rokoch považujeme ich počet za vysoký (tabuľka č. 1). Príčinou tohto negatívneho javu, v dôsledku ktorého pohľadávky veriteľov zostanú neuhradené v plnej výške, je na jednej strane „prodlžnícky“ koncipovaný zákon o konkurze a reštrukturalizácii a na druhej strane nesplnenie si povinnosti zo strany samotných dlžníkov podať návrh na vyhlásenie konkurzu v lehote ustanovenej zákonom, napriek tomu, že vedia o svojom úpadku.

Tabuľka č. 1: Vývoj počtu dlžníkov, majetok ktorých nepostačoval na úhradu nákladov konkurzného konania a na úhradu pohľadávok voči podstate

	2006	2007	2008	2009	2010
skončenie konkurzného konania pre nemajetnosť	92	233	412	488	512
zrušenie vyhláseného konkurzu pre nemajetnosť	283	82	97	127	137
spolu	375	315	509	615	649

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

*Autorkou článku je Ing. Jana Marková
Chief Analyst, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.*

Upraviť odvodový systém na Slovensku má svoje racion, avšak aj svoje aktuálne limity

František Palko

Aktuálnou ekonomickou témou v posledných týždňoch je nepochybne odvodová reforma. Ako dôvod, prečo reformovať súčasný odvodový systém sa z oficiálnych vládnych kruhov spomína potreba odstrániť súčasné deformácie systému, keď živnostníci a „dohodári“ sú bezdôvodne zvýhodňovaní pri platení odvodov od zamestnancov. Žiaľ, nespomína sa ako dôvod reformy v tejto oblasti zníženie odvodového zaťaženia. Napokon, je to aj pochopiteľné, pretože takéto rozhodnutie si vyžaduje úplne inú ekonomickú atmosféru ako je v súčasnosti, pričom ani očakávanie do budúcnosti nehrá v prospech zmysluplnej debaty o takomto kroku. Brzdy znižovania odvodového zaťaženia

Dnešná verejná komunikácia o odvodovej reforme sa žiaľ zúžila iba na otázku, do akej miery posunúť latku úrovne odvodov živnostníkov a osôb, ktorí si privyrábajú dohodou o vykonaní práce k úrovni zamestnancov. Je faktom, že zníženie odvodového zaťaženia nie je súčasťou pripravovanej reformy, avšak zúženie iba na spomínanú tému zrovnoprávnenia postavenia subjektov platiacich odvody by nebolo korektné. Súčasťou tohto snaženia je totiž okrem spomínaného cieľa aj zavedenie tzv. super hrubej mzdy, zjednotenie vymeriavacieho základu pre dane a odvody, jedno

ročné zúčtovanie daní a odvodov a zjednotenie výberu daní, cieľ a odvodov do jedného výberného miesta.

Odpoveď na otázku, prečo dnes nediskutujeme o miere zníženia odvodov je v podstate jednoduchá. Možno ju vysvetliť na týchto troch determinantoch:

- Makroekonomické prostredie
- Strategický cieľ hospodárskej politiky
- Dlhodobá udržateľnosť verejných financií

Ekonomika hrá proti

Makroekonomické prostredie, ktoré je charakteristické postkrízovým obdobím, keď oživenie ekonomiky je zatiaľ vlahé, nenahráva prípadnému znižovaniu odvodov. Navyše vládny balíček z minulého roka, ktorý okrem výdavkovej stránky rozpočtu riešil aj posilnenie príjmov zvýšením daňového a odvodového zaťaženia tiež svojou mierou prispel k uzavretiu tejto témy pre aktuálne obdobie.

Zmysluplná diskusia o znižovaní odvodového zaťaženia je totiž v čase ekonomickej konjunktúry a makroekonomickej stability. V žiadnom prípade nie v období, keď miera nezamestnanosti dosahuje niekoľkoročné historické maximum na úrovni 14%, čo si prináša svoju daň v náraste vládnych výdavkov na dávky v nezamestnanosti.

Tab. 1: Makroekonomický vývoj v Slovenskej republike

p. č.	Ukazovateľ	Analytika ukazovateľa	m. j.	Skut.	Skut.	Prognóza				
				2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	HDP	v bežných cenách	mld. €	67,0	63,1	66,0	70,2	75,3	81,2	87,5
2		reálny rast	%	5,8	-4,8	4,1	3,4	4,8	4,8	4,8
3	Spotreba	domácnosti + NISD, reálny rast	%	6,2	0,3	-0,4	0,1	3,5	4,0	4,1
4		nominálny rast	%	11,0	0,3	0,2	3,2	6,5	7,5	7,6
5	Mzda	priem. Mesač. za NH - nomin. Rast	%	8,1	3,0	3,4	3,7	5,8	6,0	6,6
6		reálny rast	%	3,3	1,4	1,3	0,2	2,5	2,2	2,8
7	Zamestnanosť	priem. rast, podľa VZPS	%	3,2	-2,8	-2,1	0,7	0,9	1,2	1,2
8		podľa evid. disp. počtu	%	2,6	-4,5	-1,3	0,3	1,0	1,2	1,2
9		podľa ESA 95	%	2,9	-2,5	-1,5	0,3	0,9	1,2	1,2
10	Nezamestnanosť	pr. miera, podľa VZPS	%	9,6	12,0	14,4	13,9	13,3	12,5	11,8
11	CPI	index spotrebiteľských cien (priemerný rast)	%	4,6	1,6	1,0	3,5	3,1	3,7	3,7
12	HICP	harmonizovaný index sp. cien (priemerný rast)	%	3,9	0,9	0,7	3,4	3,0	3,6	3,7
13	PPI	index výrobných cien (priemerný rast-tuzemcko)	%	6,1	-2,6	-2,8	2,8	2,3	2,4	2,6
14	Bežný účet	podiel bilancie na HDP	%	-6,0	-3,2	-3,8	-2,2	-1,7	-0,6	-0,3
15	Spotreba	verejnej správy (reálny rast)	%	6,1	5,6	1,0	-5,3	-0,1	-0,8	2,5
16	Kapitál	tvorba hrubého fixného (reálny rast)	%	1,0	-19,9	2,1	4,8	5,9	3,4	4,7
17	Export	tovar a služby (reálny rast)	%	3,1	-15,9	14,6	8,1	10,0	10,7	10,9
18	Import	tovar a služby (reálny rast)	%	3,1	-18,6	13,7	5,7	9,0	9,5	10,7

Zdroj: www.finance.gov.sk, Ministerstvo financií SR

Neobhájiteľný by bol aj ten argument, že keď znížime odvody, zákonite sa znížia náklady práce pre zamestnávateľov a bude to znamenať priam investičný boom, a teda rýchlejší rast hrubého domáceho produktu a výraznejšie oživenie ekonomiky. Ak vezmeme do úvahy iba odbornú rovinu a nie politické matry, tak treba si priznať, že výška cena práce nie je na Slovensku ani v porovnaní so susednými krajinami prekážkou pre vstup nových investorov. V niektorých oblastiach je slovenská cena práce práveže nižšia. Aj to bolo jedným z dôvodov, prečo zahraničné automobilky dali za-

čiatkom minulého desaťročia prednosť Slovensku a nie jeho susedom. Vtedy sa totiž mesačné náklady na prácu u nás pohybovali okolo 200 € pod úrovňou iných krajín V4. Pri hodnotení výšky odvodov z pohľadu zamestnávateľa je tiež potrebné vnímať daňové a odvodové zaťaženie ako na celok. Je teda faktom, že cena práce na Slovensku v rámci EÚ z titulu výšky odvodov nepatrí medzi najnižšiu, ale zďaleka ani nie je najvyššou. Miera zdanenia kapitálu je však motivačným faktorom pre investorov, ktorá je v rámci EÚ pod priemerom a patrí medzi najnižšie.

Fiškálna konsolidácia má prednosť

Strategický cieľ hospodárskej politiky je tiež výrazným determinantom, prečo je téma znižovania odvodov nateraz uzavretá. Hlavným cieľom fiškálnej politiky vlády SR je pochopiteľne znižovanie deficitu verejných financií ako základného predpokladu pre makroekonomickú stabilitu. Minimálnou logickou požiadavkou odvodovej reformy preto musí byť rozpočtová neutralita, inými slovami – reforma odvodov nesmie znamenať, že rozpočet z tohto dôvodu získa menej príjmov ako pred reformou. Táto premisa úzko súvisí s prvým determinantom, teda s aktuálnym a strednodobým makroekonomickým prostredím. Predpokladané konsolidačné úsilie vlády SR na medziročnej báze v roku 2011 predstavuje až 2,5%, preto čo len uvažovať o ohrození verejných príjmov z titulu odvodovej reformy by bolo nezmyselné.

Reforma sociálneho a penzijného systému musí byť prvá

Dlhodobá udržateľnosť verejných financií s odvodovou reformou veľmi úzko súvisí. Totiž aj keby prvý a druhý determinant nahrával v prospech zníženia odvodov, pričom neboli by vytvorené predpoklady pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií, rozhodnutie o znížení odvodov by bolo rozhodnutím, ktoré by sa neskôr veľmi negatívne vypomstilo na zvyšovaní verejného dlhu. Príčinou je to, že odvodový systém je spojenou nádobou so sociálnym a penzijným systémom. Sociálny a penzijný systém musí prejsť reformou z hľadiska jeho udržateľnosti na verejné financie a až po tejto reforme možno v podmienkach priaznivého makroekonomického prostredia a po stabilizovaní verejných financií z hľadiska fiškálnej konsolidácie, pričom rozpočet verejných financií dosahuje vyrovnané hospodárenie možno pristúpiť k znižovaniu odvodového zaťaženia ako komplexu daňovo-odvodového systému.

Možné úpravy odvodového systému dnes

Ak by sme ignorovali spomínané tri determinanty zníženia odvodového zaťaženia, museli by sme dodržať minimálne princíp rozpočtovej neutrality, čo by znamenalo, že takýto krok by si musel vynútiť zvýšenie daní a ešte výraznejšie zníženie vládnych výdavkov. Vzhľadom na to, že aktuálny rozpočet verejnej správy má významné riziká na príjmovej strane z titulu nestability ekonomického prostredia, ktorý pramení hlavne z vonkajších faktorov, ale aj z naplnenia zámerov minuloročného vládneho balíčka, takýto krok by ešte viac zvyšoval riziko ne-

splnenia fiškálneho cieľa, čo by mohlo viesť k zvýšeniu nákladov na obsluhu štátneho dlhu. Zníženie odvodov si preto vyžaduje správny čas, stabilizovaný vyrovnaný rozpočet a zreformovanie sociálneho a penzijného systému.

Odloženie rozhodnutia o znížení odvodového zaťaženia však nebráni uskutočniť úpravy v odvodovom systéme na Slovensku uskutočnením niektorých dôležitých technických krokov. Medzi takéto kroky rozhodne patrí:

- Zavedenie super hrubej mzdy
- Zjednotenie vymeriavacích základov pre dane a odvody
- Zjednodušenie odvodového systému
- Zjednotenie výberu daní, cieľ a odvodov

Super hrubá pomôže vidieť náklady práce reálne

Zavedenie super hrubej mzdy by znamenalo sprehľadnenie nákladov na prácu. Jej súčasťou by boli všetky zložky ceny práce, pričom platenie odvodov by sa presunulo na zamestnanca s výnimkou úrazového poistenia, ktoré súvisí s rizikom na strane zamestnávateľa. Samozrejme, že technicky by platenie odvodov zabezpečoval zamestnávateľ, zamestnanec by však mal presnú informáciu o tom, koľko stojí jeho práca. Je pravdou, že pred Slovenskom zaviedlo super hrubú mzdu Česko, avšak veľmi nešťastne, pretože zamestnancom sa zvýšilo daňové zaťaženie bez toho, že by mali vyšší príjem. Do základu dane totiž sa dostali aj odvody, ktoré naďalej platil zamestnávateľ, čo automaticky viedlo k zvýšeniu daňového zaťaženia zamestnancov, predovšetkým u nízko príjmových skupín.

Zjednotenie základov pre výmer daní a odvodov pomôže aj štátu

Zjednotenie vymeriavacích základov je tiež krokom vpred, pretože sprehľadňuje to celý daňovo-odvodový systém a prináša so sebou aj eliminovanie rôznych odpočítateľných položiek a prechod na jeden algoritmus výpočtu základu, ktorý je predmetom daní a odvodov. Toto opatrenie umožní, aby bolo z pohľadu zamestnanca iba jedno ročné zúčtovanie daní a odvodov, čo zároveň zjednoduší celý systém. Dnes máme rôzne vymeriavacie základy pre dane, sociálne poistenie a zdravotné poistenie. S tým súvisí aj vysoká administratívna náročnosť, čo vedie k byrokratizácii verejnej správy. Znižovanie administratívnej zaťaženosti je dobrým predpokladom pre priaznivejšie prostredie ako pre zamestnancov, tak aj pre zamestnávateľov a napokon aj pre štát.

Dva odvody sú dobrou náhradou dnešných viac ako 10

Zjednodušenie odvodového systému úzko súvisí s predchádzajúcimi krokmi, ktoré dotvárajú navrhovanú odvodovú reformu. Okrem týchto technických krokov je výrazným posunom k jeho zjednodušeniu aj rozhodnutie o platení jedného sociálneho a jedného zdravotného odvodu. Pri určení jeho výšky však opäť je nevyhnutné vychádzať z rozpočtovej neutrality. Donedávna bolo predmetom diskusie zrušenie zdravotného poistenia a jeho nahradenie daňou, vzhľadom na charakter tohto druhu odvodu. Tento uvažovaný krok však okrem iných dôvodov narazil aj na ústavný problém, vzhľadom na to, že by si vyžadoval zmenu Ústavy, čo je spojené s ústavnou väčšinou v Národnej rade Slovenskej republiky, ktorou súčasná koalícia nedisponuje a ťažko si predstaviť spoluprácu opozície v oblasti odvodovej reformy.

Platiteľ bude komunikovať už len s jedným miestom

Významným opatrením v odvodovej reforme je **zjednotenie výberného miesta pre dane, clá a odvody**. Ide o projekt, ktorý je vo verejnosti známy pod menom UNITAS. Jeho zmyslom z pohľadu štátu je zvýšenie efektívnosti na tomto úseku činnosti, a to tým, že výber daní, ciel a odvodov bude menej administratívne náročnejší, založený na posilnení informatizácie. Z pohľadu platiteľa by malo ísť tiež o zníženie administratívnej záťaže minimálne tým, že bude komunikovať iba s jedným kontaktným miestom. Predpokladom pre implementáciu tohto projektu je zjednotenie vymeriavacích základov a hlavne spoločné zúčtovanie daní a odvodov.

Vyššie ambície pri odvodovej reforme dnes môžu súčasný stav zakonzervovať

Pri odvodovej reforme sa však okrem spomínaných atribútov uvažuje o znížení rozdielov úrovne odvodov zamestnancov na jednej strane a živnostníkov a „dohodarov“ na druhej strane. Tiež sa spomína zavedenie odvodového bonusu ako vyvrcholenia odvodovej reformy. Obidve témy však nemajú jasnú podporu celej koalície. Obidve témy sú totiž svojim spôsobom kontroverzné. Pokiaľ ide o vyrovnávanie podmienok v odvodovom systéme pre platiteľov, je nevyhnutné brať do úvahy fakt, že dnes na to nie sú makroekonomické podmienky. Vyrovnávanie tohto systému bez znižovania odvodového zaťaženia znamená pre viac ako 200 000 živnostníkov a takmer 600 000 osôb, ktoré si privyrábajú dohodou o vykonaní práce zhoršenie podmienok. V čase, keď máme druhú najvyššiu mieru nezamestnanosti v EÚ. K zhoršeniu podmienok došlo v prípade živnostníkov už v nadväznosti na uvedenie vládneho balíčka do praxe, ktorý spočíval vo zvýšení ich daňového a odvodového zaťaženia. Počet živností sa doteraz znížil o takmer 6000 oproti koncu roku 2010. Vyrovnávanie podmienok v rámci odvodového systému má svoju logiku, avšak v čase ekonomickej konjunktúry, keď sa ekonomike a všetkým jej aktérom darí, avšak nie v súčasnej ekonomickej a sociálnej situácii.

Rovnako tak odvodový bonus je veľmi riskantným prvkom na scéne odvodovej reformy, a to aj s ohľadom na ekonomický a sociálny vývoj v strednodobom horizonte. Odvodový bonus je totiž veľmi úzko previazaný so sociálnym systémom a sociálnymi dávkami, pričom adresnosť tohto systému má vystriedať jeho jednoduchosť ako hlavný princíp. Výsledok v negatívnom zmysle by cítili viacpočetné rodiny a nízkoprájmové skupiny občanov, ktoré sú práve hlavným problémom v zamestnávaní. Tieto dopady by mohli vyvolať zvyšovanie miery chudoby na Slovensku, ktorá už dnes dosahuje cca 11% slovenskej populácie.

Odvodová reforma je dôležitá, avšak nie je možné ju vytrhnúť z kontextu hospodárskej politiky ako celku a nemožno tiež ignorovať súčasné a strednodobé makroekonomické prostredie na Slovensku. Znižovať odvodové zaťaženie, ale ani ho zvyšovať nie je s ohľadom na tieto skutočnosti rozumné. Je však možné uskutočniť viaceré zmeny, ktoré by viedli k zjednodušeniu odvodového systému. V tomto prípade platí, že niekedy menej je viac a aspoň niečo je lepšie ako nič.

Autorom článku je František Palko riaditeľ Inštitútu hospodárskej politiky

Bilančné podvody pri zostavení ročnej účtovnej závierky podľa IFRS

Miloš Tumpach

Aj keď sa ročná účtovná závierka zostavuje predovšetkým na základe zákonnej povinnosti účtovných jednotiek, jej význam je pri rôznych druhoch ekonomického rozhodovania určite nespochybniteľný. Ak odhliadneme od rozhodnutí pri ktorých význam požadovaných informácií o *finančnej situácii a výkonnosti podniku* opodstatňuje aj vyššie náklady na ich získavanie (typicky napríklad v prípade *due diligence*) je práve účtovná závierka veľmi efektívnym a z pohľadu používateľa aj relatívne lacným zdrojom požadovaných údajov. To samozrejme platí iba za predpokladu, že pri jej zostavení alebo prezentovaní nedošlo k významnému skresleniu skutočnosti - či už v dôsledku chýb neúmyselnej povahy, alebo v dôsledku vedomého podvodu. V našom článku sa budeme venovať tomuto riziku predovšetkým z pohľadu účtovných závierok podľa IFRS a to predovšetkým z nasledujúcich dôvodov:

- IFRS sa spravidla uplatňujú vo významných účtovných jednotkách;
- napriek širšiemu uplatňovaniu IFRS v SR od r. 2005/6 sú ešte stále niektoré aspekty týchto predpisov relatívne menej známe;
- účtovné jednotky majú (v porovnaní s národnými účtovnými predpismi) omnoho väčšiu možnosť zohľadňovať špecifické okolnosti konkrétnej transakcie; s tým je však spojené aj zvýšené riziko možného vzniku podvodov.

Podme sa teda pozrieť, ako na tom predpisy IFRS (z pohľadu možných bilančných podvodov) vlastne sú a na čo je potrebné zamerať svoju pozornosť.

V prvom rade, IFRS obsahujú pomerne logické a jednoduché definície majetku, záväzkov, nákladov a výnosov, pričom okrem týchto definícií majú pri zostavení účtovnej závierky významnú úlohu aj *kritériá pre vykazovanie uvedených položiek*. Logickosť a jednoduchosť má zabrániť veľkej časti podvodov, aj keď (ako sami uvidíme), v mnohých prípadoch

predpisy IFRS z rôznych dôvodov tieto pravidlá obchádzajú, kým naopak v prípade komplexných finančných schém zase jednoduché definície často nestačia.

Bilančné podvody

Bilančné podvody by sme mohli v stručnosti charakterizovať ako „*konanie, ktorého cieľom je dosiahnuť výhodu pre jednu stranu (a/alebo poškodenie inej strany), a to na základe manipulácie s informáciami ktoré sú, alebo by mali byť prezentované v účtovnej závierke*“. K tomu môže prichádzať viacerými spôsobmi (prípadne ich kombináciami):

- vykazovanie majetku ktorý v skutočnosti neexistuje, resp. nie sú splnené podmienky pre jeho vykázanie;
- nesprávne ocenenie majetku;
- nevykázanie záväzkov ktoré v skutočnosti existujú;
- nesprávne ocenenie záväzkov;
- vykázanie fiktívnych či nadhodnotených výnosov;
- nevykázanie reálnych nákladov či ich podhodnotenie;
- zavádzajúca prezentácia finančnej situácie či ekonomických výsledkov.

Poznámka: Samozrejme, môže nastať aj situácia, kedy podnik naopak podhodnocuje majetok a výnosy a nadhodnocuje záväzky a náklady – napríklad vtedy, keď je predmetom vyšetrovania zameraného na zneužívanie monopolného postavenia na trhu alebo vtedy, keď je vplyvom progresívneho zdanenia výhodnejšie rozložiť zisk do viacerých účtovných období.

Vykazovanie fiktívneho či nadhodnoteného majetku

Ako už bolo povedané, predpisy IFRS (resp. ich teoretický základ, tzv. *Koncepčný rámec*) obsahujú definície majetku ako aj podmienky pre jeho vykáz-

zanie. Problémy môžu napriek tomu nastať predovšetkým v týchto oblastiach:

- **komplexné finančné nástroje**; vzhľadom na povahu je pomerne ťažké určiť ich reálny ekonomický vplyv na podnik a teda aj na schopnosť kladne pôsobiť na peňažné saldo (buď generovaním príjmov, alebo zabránením budúcim výdavkom) – pričom táto schopnosť je jednou z kľúčových požiadaviek pre uznanie majetku; rovnakým problémom je aj to, že v týchto prípadoch vzniká aj otázka, či daný majetok skutočne ovláda účtovná jednotka alebo niekto iný;
- **nesprávne prvotné či následné ocenenie majetku**, vrátane nesprávneho určenia jeho znehodnotenia; predpisy IFRS v mnohých prípadoch síce obsahujú informácie, ktoré faktory ovplyvňujú ocenenie majetku, avšak predovšetkým pri následnom ocenení môžu existovať viaceré zdroje údajov, ktoré môžu výslednú informáciu skresliť:
 - predajné ceny ktoré sú zohľadňované v prípade následného oceňovania *zásob* (štandard IAS 2) môžu byť u rôznych zákazníkov rôzne;
 - líšiť sa môžu aj odbytové náklady u jednotlivých zákazníkov (vykazovanie zásob podľa IAS 2);
 - rôzna môže byť aj fair value, aj keď teoreticky by mala existovať iba jediná správna; fair value sa uplatňuje pri *dlhodobom hmotnom a nehmotnom majetku* (IAS 16 a IAS 38), pri viacerých kategóriách *finančných nástrojov* (IAS 39), pri *biologickom majetku* (IAS 41), pri niektorých kategóriách *zásob* (IAS 2);
 - diskontná sadzba používaná pri výpočte súčasnej hodnoty nie je v predpisoch IFRS jednoznačne stanovená; dokonca aj v prípadoch keď je stanovená aspoň odkazom na kvalitné podnikové obligácie nie je určený spôsob, ako sa má zohľadniť fakt, že na danom trhu môže byť týchto obligácií (s rôznou výnosnosťou) viacero;
 - existencia neistoty týkajúcej sa životnosti *dlhodobého majetku*, tzv. zvyškovej hodnoty (ktorá sa podľa IAS 16 a IAS 38 počas životnosti majetku neodpisuje) a prípustnosť viacerých metód odpisovania;
 - existencia viacerých prognóz peňažných tokov ktoré majú plynúť z využitia majetku; diskontované peňažné toky slúžia ako základ pri výpočte znehodnotenia *dlhodobého hmotného a nehmotného majetku* podľa štandardu IAS 3, znehodnotenia niektorých kategórií *finančného majetku* podľa IAS 39 ako aj pri výpočte aproxi-

mácie fair value podľa štandardu IAS 41, zaoberajúceho sa *poľnohospodárskou činnosťou*;

- existencia alternatívnych oceňovacích základní toho istého majetku v závislosti od spôsobu jeho využitia; napríklad, akcie inej spoločnosti môžu byť v účtovnej závierke podniku zohľadnené s využitím **úplnej konsolidácie** (čiže vlastne na báze zohľadnenia majetku, záväzkov a vlastného imania dcérskeho podniky) podľa štandardu IAS 27, s využitím **metódy vlastného imania** pri aplikovaní štandardov IAS 28 resp. IAS 31, s využitím **podielovej konsolidácie** (IAS 31), vo výške **obstarávacích nákladov** či vo **fair value** (IAS 27 resp. IAS 39) – pričom prípustnosť / povinnosť metódy závisí jednak od ich celkového objemu a jednak od účelu držby;
- existencia viacerých možnosti zohľadniť kurzy cudzích mien v prípade ocenenia majetku finančnej povahy; do úvahy tak pripadajú kurzy rôznych bánk a z hľadiska času aj aktuálne kurzy či kurzy stanovené za rôzne obdobia (IAS 21 explicitne uvádza možnosť použitia priemerých kurzov zostavených na týždennej či mesačnej báze);
- **aktivácia výdavkov vynaložených na výskum a vývoj** (IAS 38) resp. **výdavkov na opravu a údržbu** (IAS 16); v prípade neoprávnenej aktivácie sa fiktívne zlepšuje výsledok hospodárenia (nakoľko oproti vzniknutým nákladom na podnikové výkony stoja teraz aj výnosy v približne rovnakej výške) a súčasne sa zvyšuje stav majetku, čo môže následne zlepšovať aj ukazovatele zadĺženosti.

Predpisy IFRS však v niektorých prípadoch samy umožňujú vykazovať majetok, ktorý je svojou podstatou dubiózny. Týka sa to napríklad aktivovania výdavkov na geologický prieskum podľa štandardu IFRS 6, prezentácie majetku prevádzkových segmentov podľa štandardu IFRS 8, či (v menšej miere) vykazovania majetku z poistných zmlúv podľa IFRS 4. V tomto prípade sa orgán vydávajúci predpisy IFRS rozhodol uprednostniť požiadavky aktuálnej praxe pred požiadavkami teoreticky správneho účtovníctva.

Nevykázanie reálne existujúcich záväzkov či ich nesprávne ocenenie

Kým v prípade majetku nie je úplne bežné, aby sa vykazoval fiktívny hmotný majetok, v prípade záväzkov dochádza naopak k ich zatajovaniu relatívne často. Dôvodom je fakt, že v mnohých prípadoch

môže byť existencia záväzkov z obchodných vzťahov resp. úverov a pôžičiek môže nezávislou stranou potvrdená iba ak táto strana disponuje informáciami od veriteľa, alebo ak si vie odvodiť existenciu záväzkov odvodiť z iných skutočností (napríklad z absencie platby za nakupované zásoby). Špecifickou kategóriou záväzkov sú rezervy kde ich existencia nie je potvrdzovaná veriteľmi ale inými okolnosťami, ktoré by za bežných okolností viedli v niektorom z účtovných období k výdavkom.

Inou nezriedkavou praxou je nesprávne ocenenie záväzkov a opäť predovšetkým rezerv. Z pohľadu IFRS síce IAS 37 vyzýva na uplatnenie *best estimate* (najlepšieho dostupného odhadu), avšak v praxi to môže narážať na problémy. Časový horizont budúcich výdavkov môže totiž napríklad v prípade zamestnaneckých požitkov presahovať desaťročie, pričom do úvahy treba brať nielen potrebu správneho určenia budúcich výdavkov, ale aj diskontnej sadzby.

V prípade finančných záväzkov môžu v kontexte vznikáť ešte dva ďalšie problémy:

- snaha účtovných jednotiek vykazovať zdroje krytia majetku nie ako záväzky, ale skôr ako súčasť vlastného imania; týmto postupom sa im môže zlepšiť výsledok hospodárenia a súčasne aj ukazovatele zadlženosti a likvidity; častým príkladom v tejto oblasti sú nástroje, ktoré síce sú pomenované tak, ako keby boli súčasťou vlastného imania, ale nesú všetky známky záväzkov (typicky ide napríklad o „prioritné akcie“, vtedy, ak majú právo na fixné dividendy a súčasne existuje povinnosť emitenta odkúpiť ich k stanovenému dátumu alebo kedykoľvek na požiadanie);
- možnosť zaradiť tie isté dlhové cenné papiere buď do kategórie *k dispozícii na predaj* (ang. available for sale) alebo do kategórie *investície držané do splatnosti* (ang. held till maturity investments); rozdiel medzi týmito kategóriami spočíva v oceňovaní – kým investície držané do splatnosti sú podľa IAS 39 oceňované v amortizovanej sume (pričom úroky, kurzové rozdiely a znehodnotenie sa zohľadňujú výsledkovo), v prípade cenných papierov k dispozícii na predaj sa ocenenie vykonáva na úrovni *fair value* (avšak, s výnimkou kurzových rozdielov a znehodnotenia, nie výsledkovo); IAS 39 síce obsahuje ustanovenia podľa ktorej je účelové zaradenie do kategórie „investície držané do splatnosti“ a ich následný odpredaj sankcionovaný zákazom použitia tejto kategórie po dobu 3 rokov, ide však o prípad, keď sa táto skutočnosť zistí.

Vykazovanie fiktívnych a nadhodnotených výnosov

Napriek pomerne rozšírenému názoru, že podnik nebude (s ohľadom na daňové konzekvencie) nikdy siahť k vykazovaniu nadhodnotených výnosov, dochádza aj v tejto situácii k pomerne častým deliktom. Predovšetkým si je potrebné uvedomiť, že nie všetky výnosy musia nutne ovplyvňovať základ dane z príjmov a rovnako nie je potrebné zabúdať ani na to, že v prípade absencie progresívneho zdaňovania, daňovej sadzby nižšej ako 100 % a nennulového marginálneho zisku je dosahovanie čo najvyšších výnosov takmer vždy faktorom, ktorý vedie k pozitívnemu hodnoteniu manažmentu. V súlade s týmto konštatovaním nie je prekvapujúce, že predpisy IFRS obsahujú na viacerých miestach postupy, ktoré majú zabrániť manipulácii aj v tejto oblasti. Ide predovšetkým o:

- oceňovanie finančných nástrojov vo fair value, čím sa má zabrániť ich často subjektívnemu preceňovaniu s vplyvom na výnosy či náklady; otázkou však zostávajú problémy spojené so stanovením samotnej fair value;
- výpočet úrokov z pôžičiek, úverov, dlhových cenných papierov na báze efektívnej úrokovej miery (IAS 39, ale aj IAS 16); tým sa má zjednodušiť postup a súčasne aj zabrániť novej manipulácii v prípade, ak by sa využívala nominálna úroková miera;
- všeobecnými pravidlami v IAS 18 pre určenie vzniku výnosov z bežnej činnosti v súlade s ekonomickou podstatou transakcie, udalosti či skutočnosti ktoré vedú k ich vzniku; dôležitý teda nie je dátum kedy bola faktúra odberateľovi vystavená, prijatá či uhradená ale moment od ktorého došlo k prechodu rizík (a prínosov) z predávajúceho na kupujúceho, resp. (v prípade služieb) kedy došlo k vykonaniu služby na základe ktorej si môže poskytovateľ nárokovať na úhradu; tieto pravidla by mali zabrániť typickým podvodom pri ktorom sa tovar dodá sprostredkovateľovi predaja a vykážu sa výnosy bez toho, aby sa predaj realizoval (tzv. „bill and hold“ transakcie);
- pravidlami (IAS 18), podľa ktorého by výnosy z bežnej činnosti nemali vznikáť v prípade výmeny tovaru a služieb podobného charakteru (a s podobnou fair value), rovnako ako by sa nemali vykázovať v prípade pochybností o ich úhrade či nemožnosti stanoviť súvisiace náklady;
- v prípade služieb, ktoré sú poskytované tak, že ich začiatok a koniec spadajú do rôznych účtovných období uvádzajú IAS 18 aj IAS 11 možnosť uplatniť

metódu vykazovania výnosov v závislosti od percenta dokončenia; pretože sú však prípustne tri varianty stanovenia tohto percenta (1: porovnávanie vynaložených a rozpočtovaných nákladov, 2: porovnávanie fyzických parametrov toho čo bolo realizované s tým, čo všetko by sa realizovať malo, 3: v závislosti od dosiahnutia určitých „míľníkov“) vzniká riziko rôzneho stanovenia percenta dokončenia s dosahom na rôzne vykázanú sumu výnosov či dokonca aj nákladov.

K problémom v tejto oblasti patrí ďalej zatajenie existencie zmlúv zásadne meniacich obsah predaja (napríklad, zákazník má právo vrátiť tovar kedykoľvek v priebehu 50 rokov od jeho predaja – takáto transakcia by inak ťažko mohla viesť k výnosom), nadhodnotenie (či podhodnotenie) protihodnoty prijatej od odberateľa či transakcie so spriaznenými stranami či určenie výnosov v prípade bártrových transakcií.

Nevykázanie reálnych nákladov či ich podhodnotenie

Nevykázanie reálnych nákladov v účtovnej závierke môže spočívať predovšetkým v troch oblastiach:

- nevykázaním záväzkov v správnej výške; túto oblasť sme už spomínali v predchádzajúci častiach textu a v rámci štandardov sa jej dominantne venujú štandardy IAS 39 (v prípade finančných záväzkov) a IAS 37 (v prípade nefinančných záväzkov, spravidla rezerv);
- nevykázaním znehodnotenia majetku v správnej výške; touto oblasťou sa v rámci štandardov zaoberajú predovšetkým IAS 2 (zásoby), IAS 16, IAS 38, IAS 36, IAS 40 a IFRS 5 v prípade dlhodobého majetku nefinančného charakteru resp. IAS 39 v prípade finančného majetku;

Do tejto problematiky môže zaradiť aj neoprávnenú aktiváciu, pri ktorej síce môže prísť k vykázaniu nákladov na výkony podniku v reálnej výške, avšak ich vplyv na výsledok hospodárenia je eliminovaný vykázáním výnosov v približne rovnakej hodnote. Ani z hľadiska štandardov nie je táto otázka celkom jednoduchá, pretože sa jej venujú IAS 2 (zásoby), IAS 36, IAS 38, IAS 40 (dlhodobý majetok) a IAS 23 (aktivácia výdavkov na obstaranie cudzieho kapitálu).

Zavádzajúca prezentácia finančnej situácie či ekonomických výsledkov

Aj v prípade, že sa pri účtovaní o majetku, záväz-

kov či nákladov a výnosov dodržali všetky definície a súčasne sa použilo správne ocenenie, nemusí byť správne tvrdenie, že účtovná závierka nebude obsahovať skreslenie. Problémom je totiž aj to, ako sa majú uvedené informácie prezentovať. Napríklad, v prípade ak bude mať podnik majetok vo výške 2 400 000 €, záväzky vo výške 2 000 000 € a vlastné imanie vo výške 400 000 € a majetok a záväzky sa budú prezentovať oddelene, potom bude pomer záväzkov voči majetku 0,833. Ak sa však prezentácia uskutoční tak, že sa záväzky odpočítajú od majetku, znížia sa záväzky na nulu, majetok na hodnotu vlastného imania a pomer záväzkov voči majetku bude rovný 0. V prípade, ak sa tento pomer používa pri rozhodovaní o poskytnutí úverov, je toto skreslenie významné, preto sa tento postup (tzv. kompenzácia) majetku a záväzkov resp. nákladov a výnosov pripúšťa iba výnimočne.

Poznámka: Aj v tomto prípade existujú pochopiteľne výnimky. Napríklad v prípade kurzových rozdielov nevýznamných objemov cudzích mien ktoré sa nachádzajú v pokladnici je kompenzácia nákladov a výnosov prípustná podľa IAS 1. Rovnako je podľa tohto štandardu prípustná kompenzácia výnosov z predaja dlhodobého majetku a nákladov vyjadrujúcich jeho zostatkovú hodnotu. Kompenzácia majetku a záväzkov je naopak podľa IAS 20 prípustná v prípade odpisovaného majetku, ktorý bol (šťastí) obstaraný na základe štátnej dotácie, pričom jedným z prípustných riešení je odpočítanie sumy štátnej dotácie od obstarávacích nákladov daného majetku.

Skreslenie môže nastať aj v prípade, že sa položka majetku (resp. záväzkov, nákladov, výnosov) síce správne ocení, ale v rámci danej kategórie sa zaradiť do nesprávnej podkategórie. Napríklad pri určení niektorých ukazovateľov likvidity je dôležité, či je majetok zaradený ako krátkodobý či dlhodobý, resp. (aj v rámci krátkodobého), či je zaradený medzi likvidnejšie prostriedky alebo nie. Práve preto obsahuje štandard IAS 1 pomerne striktné pravidlá pre rozlišovanie krátkodobého a dlhodobého majetku (resp. záväzkov), avšak v niektorých prípadoch nepostačuje ani to. Povedzme, ak by podnik obstaral majetok ktorý je z jeho pohľadu dlhodobý (napríklad žeriav v prípade stavebnej firmy), ale plánuje jeho predaj v relatívne krátkom období. Pretože v praxi vznikali v tejto súvislosti časté otázky, bolo potrebné vydať štandard IFRS 5, ktorý stanovuje pomerne striktné pravidlá, aby mohol byť takýto majetok považovaný, vykazovaný a prezentovaný ako krátkodobý.

Obdobným problémom môže byť vykazovanie nákladov nie ako prevádzkových, ale ako finančných. Napriek tomu, že sa celková suma nákladov nezmení, môže prísť ku zmene štruktúry nákladov s tým, že v prípade ukazovateľov nezahrňajúcich všetky zložky výsledku hospodárenia (napr. EBIT, EBITDA) dochádza k zlepšeniu ich hodnôt.

Poznámka: Príkladom môže byť situácia, v ktorej zamestnanec má právo získať odmenu vo výške 12 100 €, avšak splatnú o 2 roky. V prípade, ak budú vklady v banke úročené sadzbou 10 % (neuvažujme s vplyvom daní) a vyplatí sa mu suma 10 000 € hneď, bude na tom zamestnanec o 2 roky rovnako, pretože za dva roky získa úroky vo výške 2 100 €. Na to si samozrejme musí podnik požičať,

čo znamená že by na úrokoch zaplatil viac ako 2 100 €. Napriek tomu sa mu to môže „oplatiť“, pretože v porovnaní s vyplatením o 2 roky by vykázal v rámci prevádzkového výsledku hospodárenia iba 10 000 € a nie 12 100 €. Proti tejto praxi predpisy IFRS bojujú dvomi spôsobmi: a) diskontovaním budúcich záväzkov (čím sa dosiahne, že prevádzkové náklady budú pri jednom aj druhom spôsobe rovnaké), b) vypustením kategórie prevádzkového výsledku hospodárenia z definovaných pojmov.

*Autorom článku je doc. Ing. Miloš Tumpach, PhD.
Fakulta hospodárskej informatiky EU v Bratislave*

Tradičné novoročné stretnutie SAF

tentokrát na tému odvodová reforma



Hlavným hosťom stretnutia bol predseda NR SR pán Richard Sulík



Novoročné stretnutie opäť prilákalo mnoho členov asociácie



Marián Jusko, prezident RUZ pri svojom vystúpení

Slovenská asociácia podnikových finančníkov už tradične začína nový rok stretnutím členov i nečlenov, sympatizantov na odbornom - spoločenskom podujatí v R.V.S. Studené. V tomto roku sa stretnutie uskutočnilo 25. januára. Snahou Správnej rady SAF je zvoliť na toto stretnutie tému, ktorá sa javí ako kľúčová v danom období a bude zaujímať podnikovú sféru, najmä finančníkov. Tento rok sme v období kedy sa má udiť reforma odvodového a daňového systému a preto sme sa rozhodli zvoliť tému:

„Prijaté a pripravované opatrenia v odvodových a daňových povinnostiach a ich vplyv na podnikateľské prostredie“.

Pozvanie prijali páni Richard Sulík, predseda NR SR a Marian Jusko, prezident republikovej únie zamestnávateľov.

Reforma odvodového systému je všeobecne považovaná za kľúčovú pre ďalší vývoj ekonomiky Slovenska. Dopad takejto reformy bude mať určite vplyv nielen na podniky a ekonomicky činné osoby, ale i na všetkých občanov. Ide o pomerne zásadnú reformu, preto je veľmi dôležité diskutovať jej obsah ale i dopady. Všetky reformy a nielen takáto zásadná zmena si vyžadujú, aby boli dobre pripravené, prediskutované z čoho možno najväčším počtom ľudí, aby ich dopad bol pozitívny a priniesol požadovanú zmenu. SAF v rámci svojich aktivít považuje za veľmi dôležité komunikovať, diskutovať o takýchto závažných ekonomických témach hlavne v širšej odbornej verejnosti, medzi svojimi členmi.

Pán Sulík, ako autor i knižne publikovanej odvodovej reformy známej ako „Odvodový bonus“ predstavil pomerne podrobne celý jej model. Treba povedať, že málo kedy je pri takýchto významných návrhoch verejnosti dopredu tak

podrobne popísaný navrhovaný systém, ako to je v tomto prípade, keď knižná publikácia vyšla ešte v roku 2006. Na druhej strane práve v tomto období sme svedkami širokej odbornej a politickej diskusie o konkrétnom modeli odvodovej reformy, ktorý bude predsa len iný ako knižná verzia a bude najmä politicky akceptovateľný. Pán Jusko, známy ako dobrý znalec makroekonomického prostredia, zastupujúci zamestnávateľov vyjadril s takto navrhovanou verziou reformy zásadný súhlas. Veľmi cenné boli i názory a postrehy pána Belánika, generálneho riaditeľa sekcie daní a ciel MF SR, ktorý informoval o pripravovaných zmenách z pohľadu procesného a časového. Veľmi dobrá účasť (85 účastníkov) sa

prejavila i v názoroch, ktoré odzneli v následnej diskusii, keď vystúpili:

A. Révay, prezident SAF, F. Palko, IHP, T.Ggor, Klub500, V. Sirotka, SAMP, J. Brieška, učiteľ, M. Krajčovič, GTECH Slovakia, P. Baláž, EU Bratislava, M. Zajko, STU Bratislava, M. Tibenský, ALS, M. Ďurík, Slovintegra.

Verím, že diskusia na túto tému (a nielen na túto) nebola posledná a že v priebehu roka a tiež i na konferencii SAF, ktorá bude v októbri, bude ešte príležitosť na túto tému vyjadriť odborný názor.

Andrej Révay

Príprava 9. ročníka konferencie SAF Finančné riadenie podnikov

Správna rada SAF prerokovala návrhy tém pre pripravovaný 9. ročník konferencie Finančné riadenie podnikov, ktorá sa uskutoční v októbri 2011. Nosné návrhy tém vychádzajú zo záverov dotazníkového prieskumu na 8. ročníku konferencie Finančné riadenie podnikov ako aj z návrhov členov Správnej rady a Rady starších. Boli by sme radi, keby ste aj Vy, čitatelia časopisu Finančný manažér, prispeli k tejto diskusii a napísali nám na adresu kancelaria@asocfin.sk Vaše námety a názory na témy, ktoré by bolo vhodné zaradiť na program pripravovanej konferencie.

Predbežne navrhnuté témy k výberu pre konferenciu sú:

1. Holdingový spôsob podnikania – výhody, nevýhody, problémy možnosti holdingového usporiadania (SR, EU) podnikov (obchodný zákonník), daňová fikcia- daň z príjmov právnických osôb
2. Prípadové štúdie úspešných finančných projektov z praxe
3. Riadenie podnikateľského rizika
4. Emitovanie dlhopisov na Slovensku, Kapitálový trh SR – možnosti financovania podnikov (projektov) emisiou dlhopisov, zmeniek, akcií - porovnanie, právne aspekty, zodpovednosť emitenta, dôvere investora- možnosti ochrany investora, porovnanie nákladov
5. Odvody – sociálne a zdravotné, odvodový bonus – zjednotenie výberu daní a odvodov
6. Bazel III – bankové riziko a EU regulácia finančných inštitúcií – dopady na náklady podniku pri získavaní zdrojov
7. Výnimky SR pri vstupe do EU – dopad ukončenia platnosti výnimiek na podnikateľské/finančné prostredie podnikov
8. Problémy regulácie fiškálnej politiky EU vo väzbe na menovú úniu
9. Zlepšenie podnikateľského prostredia
10. Obchodovanie s emisnými kvótami po roku 2012

Priebežné informácie budú uverejnené na stránkach www.asocfin.sk.

Recenzia knihy

Jozef Chajdiak

Pomerové ukazovatele ekonomiky firmy



V júli 2010 vydavateľstvo STATIS Bratislava vydalo monografiu „*Pomerové ukazovatele ekonomiky firmy*“, autorom ktorej je **doc. Ing. Jozef Chajdiak, CSc.**, ktorý v súčasnosti pôsobí na Ústave manažmentu STU v Bratislave. Monografia je pokračovaním autorovej predchádzajúcej publikácie „*Ciele a meranie ekonomiky firmy*“ a je určená nielen študentom technických a ekonomických študijných programov, ale aj odbornej verejnosti.

Monografia dopĺňa skupinu publikácií venujúcich sa finančno-ekonomickej analýze podniku. Jedná sa o stále aktuálnu a zaujímavú problematiku, ktorá sa sústavne vyvíja spolu so zmenami ekonomických procesov na jednej strane a foriem vykazovania výstupov z účtovníctva firiem na strane druhej.

Autor v publikácii prezentuje svoj pohľad a názory na jednotlivé ukazovatele finančno-ekonomickej analýzy (absolútne, rozdielové, pomerové). Sám si je vedomý skutočnosti, že nie všetci čitatelia z radov teoretikov aj praktikov budú súhlasiť s jeho názormi. Očakáva diskusiu týkajúcu sa tak vytvorených skupín ukazovateľov ako aj metodiky ich výpočtu,

ktorá je v mnohých prípadoch odlišná od štandardne v praxi zaužívanej metodiky. Čitateľa môže prekvapiť rozdielna terminológia v názvoch bežne používaných ukazovateľov pri ich rovnakom ekonomickom obsahu, resp. opačná situácia - rovnaká terminológia v názvoch ukazovateľov pri ich rozdielnom ekonomickom obsahu. Autor zdôvodňuje metodiku výpočtu každého ukazovateľa, uvádza jeho ekonomickú interpretáciu a vysvetľuje aj rozdelenie ukazovateľov do jednotlivých skupín a podskupín.

V prvej kapitole autor uvádza charakteristiku ekonomického procesu a spôsoby merania jeho vstupov, výstupov a efektívnosti. Zdôvodňuje rozdelenie ukazovateľov do jednotlivých typov podľa cieľov, ktoré sledujú v ekonomickom procese vlastníci firiem a spoločnosť.

V nasledujúcich desiatich kapitolách, ktoré zároveň predstavujú jednotlivé, autorom vymedzené, skupiny ukazovateľov, sú podrobne rozoberané ukazovatele produktivity, rentability, likvidity, ekonomického opotrebenia, reprodukcie majetku, zadlženosti, vybavenosti, aktivity, nákladovosti a ukazovatele na báze trhovej hodnoty. Významným pozitívom publikácie je numerická ilustrácia výpočtov jednotlivých pomerových ukazovateľov. Ako zdroj výpočtov boli použité údaje poskytnuté spoločnosťou SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o. z účtovných závierok podnikateľských subjektov účtujúcich v sústave podvojného účtovníctva za rok 2008 v podobe súčtu hodnôt z jednotlivých riadkov účtovných výkazov za 85 753 podnikov. Nakoľko ide o pomerové ukazovatele, výsledky ktorých sú nezávislé od veľkosti firmy, je možné použiť ich na porovnanie s výsledkami ukazovateľov konkrétneho podniku.

V závere publikácie autor uvádza ním vymedzené ciele ekonomického procesu a zlaté pravidlá. Podrobný obsah publikácie je uvedený na internetovom portáli www.statis.biz.

Jana Marková

Pred nedávnom nás opustil kolega



Pred nedávnom nás opustil priateľ, kolega, otec a predovšetkým profesionál Jozef Knížat. Nedožil sa ani len 56 rokov. Odišiel od nás náhle a nečakane. Jozef Knížat začínal svoju novinársku dráhu v Československom rozhlase v Bratislave, ako komentátor zahranično-politických udalostí. Postupne sa prepracoval na pozíciu keď z Viedne komentoval dôležité odzbrojovacie rokovania medzi USA a Sovietskym zväzom. Vrcholom novinárskej kariéry Jozefa Knížata bola jeho práca spravodajcu Českosloven-

ského rozhlasu vo Washingtone, kde prežil zmenu spoločenského zriadenia. Po práci v rozhlase vystriedal niekoľko periodík ako sú Roľnícke noviny, Extra. Po skončení novinárskej práce bol hovorcom Poštovej banky. Napriek práci v banke externe prispieval do Hospodárskych novín. Ako si pamätám, vždy pracoval presne, dodával veľmi kvalitné texty o dianí vo svetovej ekonomike. Súčasne spolupracoval s mesačníkom Investor a pravidelne prispieval do internetového portálu Profini. V poslednom období spolupracoval so SAF ako poradca pre styk s médiami. Podieľal sa na príprave časopisu, ktorého ste čitateľmi, ale aj mnohých podujatí, ktoré pripravovala SAF. Jozef mal rád dobrú hudbu, anekdoty, ale aj kvalitné filmy. Veľmi rád rozprával veselé príhody z novinárskeho, či finančného sveta. Česť jeho pamiatke!

Vladimír Bačišín

ENGLISH SUMMARY

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

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Miloslava Zelmanova, editor-in-chief of the Financial Manager. She focuses on current news in the association and highlights several articles of interest in this issue of the journal.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

Michal KOTLÁRIK

CORPORATE GOVERNANCE IN STATE-OWNED ENTERPRISES – QUO VADIS?

Ladislav KABÁT

FURTHER PERSPECTIVE IN APPLICATION OF ALTMAN'S MODEL?

Peter KORDULIAK

MIFID - REVIEW

Ľubomír PINTER

CREDIT DERIVATIVES AND CDS OF PIIGS COUNTRIES IN 2006 – 2008

Jana MARKOVÁ

DEVELOPMENT OF BANKRUPTCIES IN SLOVAKIA IN 2010

František PALKO

THE ADJUSTMENT OF LEVY SYSTEM IN SLOVAKIA HAS ITS RATIONAL BUT ALSO ITS CURRENT LIMITS

Miloš TUMPACH

BALANCE SHEET FRAUD IN THE PREPARATION OF ANNUAL FINANCIAL STATEMENTS UNDER IFRS

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

- Insight on regular annual meeting of SAF members at the beginning of the year (A. Révay)
- Book review (The ratios in the business of the company)
- Obituary (farewell to Mr. Jozef Knizat)

Vítajte v Klube RVS–Studené

To najlepšie pre Vás a Vašu rodinu



- Klub s nádychom anglického štýlu.
- Vysoká dôvernosť a bezpečnosť členov klubu a ich hostí je samozrejmosťou.
- Prvotriedna etiketa a reštauračné služby (konzumáciu jedál stačí platiť raz mesačne).
- Individuálny plán platenia členských poplatkov.
- Elitné športové služby.
- Najmodernejší, najpresnejší, radarom riadený golfový trenažér
- Relaxačné služby – bazény, thajské masáže, relaxačné masáže, relaxačné vajíčko, wellnes systém, VIP sauny (individuálne objednávky na sauny).
- Najväčšia zimná záhrada na Slovensku.
- Spoločenské eventy, garden party, svadby.
- V Studenom je svadba ako v rozprávke, vrátane sobáša.

Vydavateľ a adresa redakcie

SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfn.sk

Internetová stránka: www.asocfn.sk