

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XIV. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jar 2014



SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY
BRATISLAVA

CECGA

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



9 771335 581007

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XIV. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jar 2014

OBSAH

☐ ÚVODNÍK	1
<i>Karol VLACHYNSKÝ, člen Rady starších SAF</i>	
☐ INTERVIEW	2
<i>Vazil HUDÁK, štátny tajomník Ministerstva financií SR (Vladimír Dobrovič)</i>	
☐ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
10 ROKOV PÔSOBNIA ASOCIÁCIE CECGA, VÝSLEDKY A VÝZVY DO BUDÚCNOSTI	5
<i>Barbora LAZÁROVÁ</i>	
CROWDFUNDING AKO ALTERNATÍVNA FORMA FINANCOVANIA MALÝCH PODNIKOV	8
<i>Rastislav PETRÁŠ – Jana ŠNIRCOVÁ</i>	
VÝZNAM REGIONÁLNYCH DOHÔD O VOĽNOM OBCHODE MEDZI EÚ A KANADOU A EÚ A USA NA EKONOMIKY TÝCHTO SUBJEKTOV, AKO AJ NA VÝVOJ SVETOVÉHO OBCHODU	12
<i>Viera RUŽEKOVÁ</i>	
EVA ZERO – SKUTOČNÁ RELATÍVNA EVA	15
<i>Ludovít ŠRENKEL – Marián SMORADA</i>	
PODNIKATELSKÁ AKTIVITA NA SLOVENSKU: GEM 2011-2013	22
<i>Anna PILKOVÁ – Marián HOLIENKA</i>	
VÝHODY A NEVÝHODY ALGORITMICKÉHO OBCHODOVANIA	28
<i>Miroslav KMEŤKO – Pavel ŠKRINIAR</i>	
☐ STRÁNKY SAF	
ALTERNATÍVNE MENY (Mária KLIMIKOVÁ)	32
OSOBITNÁ ÚPRAVA – ZJEDNODUŠENÝ REŽIM „MINI ONE STOP SHOP“ (MOSS) (Martin KOHÚTIK)	34
☐ ENGLISH SUMMARY	36



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofik, 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 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadane do tlače
27.3.2014



Vážení čitatelia a milí členovia a priaznivci Slovenskej asociácie podnikových finančníkov!

Začala jar, najkrajšie obdobie roka. Príroda sa otvára, všetko živé kvitne, rozmnožuje sa, rastie s nádejou na úspešný rok.

Aj začiatok roka v slovenskej ekonomike je radostnejší. Očakáva sa ekonomický rast. Nie je to síce zarážajúce tempo, ktoré by výraznejšie znížilo počet nezamestnaných, ale 2,4% prognózovaný medziročný rast HDP je dvojnásobné tempo než je priemer Eurozóny (1,1 %) a vyššie než priemer celej EÚ (1,4 %).

Slovenské podniky už prekonal poklesy najťažších rokov krízy a vstupujú do nového roka s rozdielnou kondíciou. Ide teraz o to naplniť rastové možnosti konkrétnymi zákazkami. Podnikateľské prostredie na Slovensku nie je síce hodnotené príliš vysoko, ale niektoré jeho čiastkové faktory sa z podnikového hľadiska zlepšili. Inflácia je nízka (a zatiaľ neznižuje dopyt) a úrokové sadzby bankových úverov sú priateľné.

Možno sa nádejať, že prognózovaný rast je začiatkom dlhodobejšej rastovej tendencie.

Netreba však zabúdať, že podniky realizujú svoje zámery v podmienkach závažných národohospodárskych problémov, ktoré ani protikrízové opatrenia vlád nedokázali zmierniť, ba dokonca ich ešte zhoršili.

Na prvom mieste je to skutočnosť, že väčšina štátov Eurozóny – vrátane Slovenska – pracuje so schodkovými štátnymi rozpočtami a ich verejné dlhy rastú (Na Slovensku je to už takmer na hranici tolerovanej ústavným zákonom o dlhovom strope). Naliehavá potreba zmierniť túto tendenciu, resp. ju celkom zvrátiť bude ešte viac rokov ovplyvňovať podnikateľské prostredie a obmedzovať rastové stimuly vlády.

Druhým významným problémom je dlho trvajúce roztváranie dôchodkových nožníc medzi bohatými a všetkými ostatnými. Dochádza k postupnej erózii strednej triedy, ktorá je v každom štáte základom efektívnej ekonomiky. Len málo jej príslušníkov prechádza do skupiny s vysokými dôchodkami, ale veľa – aj v dôsledku vysokej nezamestnanosti – sa sklzáva do skupiny s nízkymi dôchodkami. Zvyšuje sa počet ľudí odchádzajúcich za prácou do zahraničia. Osobitne alarmujúci je vysoký stupeň nezamestnanosti mládeže (u nás je to 34,5 % mladých ľudí vo veku 15 – 24 rokov nachádzajúcich sa na trhu práce). Uvidíme, do akej miery sa podarí opatreniami vlády s finančnou podporou EÚ tento stav znížiť.

Vysoká dôchodková nerovnosť zhoršuje nálady obyvateľstva a vytvára predpoklady pre vznik regionálnych sociálnych konfliktov.

A je ešte tretí faktor. Zmeny politickej situácie v okolitých krajinách. Oslabujú realizáciu kľúčových zámerov EÚ: slobodný pohyb ľudí, tovarov a kapitálu. Vznikajú obavy, objavujú sa tendencie k ochranárstvu. Je zrejmé, že sa môžu komplikovať odbytové možnosti niektorých podnikov.

Záverom možno konštatovať, že rok 2014 sľubuje pre slovenské podniky isté rozvojové možnosti, čo je veľmi pozitívne. Pôsobenie makrofaktorov však môže negatívne vplývať na podnikateľské prostredie a sťažovať tak úspešné napĺňanie týchto možností.

Karol Vlachynský

Výzvy súvisiace s budovaním bankovej únie

Vazil Hudák, štátny tajomník MF SR



Prezentácia Vazila Hudáka, štátneho tajomníka MF SR, Banková únia a jej vplyv na slovenský finančný trh, podnietila živú diskusiu účastníkov prvého tohtoročného stretnutia SAF. S ohľadom na veľký záujem finančníkov o túto problematiku sme štátneho tajomníka MF SR, požiadali o rozhovor.

Čo predznamenal vývoj na finančných trhoch pred a počas krízy? Aká je aktuálna situácia v rámci EÚ, vrátane Slovenska?

Finančná kríza, ktorá začala v roku 2007 ako americká sub-prime kríza, spôsobila rozsiahle negatívne dopady tak na americkom ako aj európskom kontinente. Prenesenie krízy na starý kontinent sa uskutočnilo prostredníctvom finančných trhov a vyvolalo jednu z doteraz najnákladnejších kríz zaznamenaných na území Európy. V dôsledku rozsiahlych celospoločenských nákladov a pretransformovania sa finančnej krízy do krízy dlhovej boli preto na mnohých politických úrovniach vyvolané debaty o potrebe zmeny súčasného systému a správania sa na finančných trhoch.

Pozornosť sa upriamila predovšetkým na bankový sektor, ktorý síce nebol jediným sektorom, ktorý stál za zrodom krízy, avšak bol touto krízou najviac postihnutý. Bankový sektor zohráva vo väčšine ekonomík neodmysliteľnú súčasť fungovania finančných trhov. Z tohto pohľadu teda možno povedať, že na stabilnom a funkčnom bankovom trhu krajiny závisí fungovanie celej ekonomiky.

Dobre rozvinutý a fungujúci bankový sektor je bezpochyby jedným z najdôležitejších segmentov pre vytváranie toku finančných prostriedkov do reálnej ekonomiky. Aká je situácia v Európskej únii, je bankový systém stabilný?

Bankový sektor prostredníctvom bankových inštitúcií tvorí základný pilier pri poskytovaní finančných zdrojov pre firmy a domácnosti. Obzvlášť je túto charakteristiku možno vidieť v podmienkach Európskej únie. Tu tento sektor zohráva ešte dôležitejšiu úlohu, keďže podiel bánk na financovaní reálnej ekonomiky je v porovnaní s kapitálovými trhmi niekoľkonásobný (v porovnaní napríklad s USA).

Európsky bankový sektor je v medzinárodnom porovnaní s ostatnými vyspelými krajinami niekoľkonásobne väčší. Takýto stav možno vidieť v priloženej tabuľke, ktorá vychádza z tzv. Liikanen report uverejnenej koncom roku 2012, v ktorej možno vidieť, že celkové aktíva Európskeho bankového sektora tri a pol násobne prekračujú HDP Európskej únie.

Z tohto pohľadu je teda nevyhnutné vykonať také opatrenia, ktoré zabezpečia, že bankový sektor aj v prípade budúcej finančnej krízy bude schopný zabezpečiť nevyhnutný stupeň dôveryhodnosti a stability. Hlavným cieľom opatrení je teda zabezpečiť, aby tento sektor bol schopný financovať reálnu ekonomiku a zabezpečil tak ekonomickú prosperitu EÚ a

Tabuľka: Veľkosť EÚ, USA a Japonského bankového sektora

	EÚ	USA	Japonsko
Celkové aktíva bankového sektora (mld. eur)	42,9	8,6	7,1
Celkové aktíva bankového sektora/HDP	349%	78%	174%
Aktíva 10-tich najväčších bánk (mld. eur)	15	4,8	3,7
Aktíva 10-tich najväčších bánk/HDP	122%	44%	91%

Zdroj: Liikanen report

jej občanov. Zhodnotiť situáciu v rámci EÚ nie je jednoduché a je potrebné analyzovať krajiny jednotlivo.

Ako sú na tom slovenské banky?

Z pohľadu slovenského bankového sektora by sme mohli povedať, že tento sektor ako celok je dlhodobo stabilný, dôveryhodný a zdravo fungujúci. Z dlhodobého hľadiska je dosahovaná miera primeranosti vlastného kapitálu, v slovenských bankách v priemere presahuje úroveň 14%. NBS vo svojich analýzach slovenského finančného sektora dokonca viackrát zvýraznila, že domáci bankový sektor predstavuje jednu z najvyšších úrovní priemernej hodnoty primeranosti vlastných zdrojov v rámci celej EÚ. Slovenský bankový sektor taktiež vykazuje vysokú mieru sebestačnosti, a to vplyvom prevažného financovania najmä prostredníctvom vkladov od domácich klientov, pričom financovanie, ktoré je považované za menej stabilné, t. j. financovanie prostredníctvom vkladov materských spoločností alebo prostredníctvom získavania zdrojov pomocou finančných trhov je oveľa menšieho rozsahu, ako je tomu v ostatných západoeurópskych krajinách.

Čím sú charakteristické jednotlivé piliere bankovej únie?

V súvislosti s vývojom na finančných trhoch bol na júnovom Summite 2012 prezident Európskej Rady vyzvaný, aby v úzkej spolupráci s prezidentom Komisie, Prezidentom Euroskupiny a prezidentom ECB vypracovali plán na dosiahnutie skutočnej ekonomickej a menovej únie. Na základe tejto výzvy bola predložená správa „Towards a genuine Economic and Mo-

netary Union“, ktorá načrtáva opatrenia, ktoré by mali byť vykonané v priebehu najbližších desiatich rokoch na dosiahnutie stability a celistvosti Európskej menovej únie. Podľa tejto správy by mala byť EMU založená na štyroch pilieroch: integrovaný finančný rámec, integrovaný rozpočtový rámec, integrovaná sústava ekonomických politík a Demokratická zodpovednosť.

Integrovaný finančný rámec – banková únia

V súčasnosti sú opatrenia na úrovni EÚ na zabezpečenie finančnej stability v zodpovednosti národných orgánov, čo je v rozpore s podstatou integračného rámca EMU, a čo v súčasnosti taktiež zhoršuje situáciu na jednotnom trhu. Cieľom integrovaného finančného rámca je pomocou jednotných mechanizmov zabezpečiť striktné a nezáujaté vykonávanie opatrení, ktoré odstránia roztrieštenosť a neistotu na finančných trhoch a prispievajú tak k stabilite a celistvosti EMU.

Banková únia je postavená na týchto troch základných pilieroch:

I. Jednotný mechanizmus dohľadu (SSM – Single Supervisory Mechanism) - Mnohé banky rozvinuli svoje činnosti až za hranice a trhy národných štátov, pričom dohľad na národnej úrovni je nad nadnárodnými finančnými skupinami už neefektívny. Z tohto dôvodu bolo navrhnuté, aby boli viaceré právomoci v oblasti dohľadu presunuté z národných regulátorov na nadnárodnú úroveň, t. j. na Európsku centrálnu banku. Vytvorenie jednotného mechanizmu dohľadu, by tak malo vytvoriť záruky na dôslednejšie a efektívnejšie vykonávanie dohľadu, ktorý by mal prispieť k

znižovaniu vysokého prepojenia medzi dlhmi štátov a bankami a minimalizovať tak možnosť vzniku systémovej bankovej krízy.

II. Jednotný rezolučný mechanizmus – Súčasťou druhého základného prvku Integrovaného finančného rámca je vytvorenie Rezolučného rámca, ktorý je pomocou svojich nástrojov a opatrení hlavným predpokladom pre včasné riešenie krízovej situácie upadajúcej finančnej inštitúcie. Takýto mechanizmus by mal na jednej strane umožniť prijímanie nevyhnutných krokov v krátkom časovom rozmedzí v prípade problémov upadajúcich finančných inštitúcií a na strane druhej by mal napomáhať pri odstraňovaní prekážok v snahe zabezpečiť promptné vyriešenie krízovej situácie. Rezolučný mechanizmus by mal zároveň dopĺňať jednotný mechanizmus dohľadu s cieľom zabezpečiť istotu na finančných trhoch, v prípade upadajúcich finančných inštitúcií bez zbytočného odďaľovania a dodatočných nákladov.

III. Jednotný rámec ochrany vkladov - je posledným prvkom bankovej únie, pomocou ktorého je možné zabezpečiť vyššiu mieru dôveryhodnosti obyvateľstva k finančnému sektoru. Takýto rámec by do vnútroštátnych systémov ochrany vkladov pre banky pod európskym dohľadom mohol zaviesť európsky rozmer, čím by sa posilnila dôveryhodnosť existujúcich mechanizmov. Zároveň by takto nastavený rámec slúžil ako dôležitá záruka, že oprávnené vklady všetkých úverových inštitúcií sú dostatočne chránené, čo by posilnilo dôveryhodnosť celého bankového systému v rámci Eurozóny a Európskej únie.

Ktoré legislatívne návrhy súvisiace s vytvorením bankovej únie sú z pohľadu MF SR najdôležitejšie a prečo?

Všetky legislatívne návrhy týkajúce sa jednotlivých pilierov sú rovnako dôležité, keďže banková únia je založená ako trojpilierový systém, v ktorom každý pilier tvorí veľmi dôležitú a neoddeliteľnú súčasť a bez ktorého nebude možné dosiahnuť vytýčené ciele. Z pohľadu MF SR však možno povedať, že druhý pilier

(Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa stanovujú jednotné pravidlá a jednotný postup riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a určitých investičných spoločností v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a jednotného fondu na riešenie krízových situácií bánk a ktorým sa mení nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 (KOM /2013/520)) je politicky vnímaný ako citlivejší, keďže dochádza priamo k participácii na jednotnom rezolučnom fonde. Na jednej strane je síce možné čerpať výhody – a teda v prípade splnenia stanovených podmienok použiť finančné prostriedky z tohto fondu na pokrytie strát vzniknutých upadajúcimi finančnými inštitúciami, avšak na strane druhej predstavuje tento nástroj potenciálne riziká pre fiškálnu stabilitu v členskom štáte (v prípade použitia finančných prostriedkov inými členskými štátmi budeme musieť na základe princípu solidarity prispieť určitým dielom k nákladom vzniknutým v iných členských štátoch). Ďalšími významnými prvkami sú taktiež smernica o krízovom manažmente a smernica o depozitných garančných schémach. Smernica o krízovom manažmente síce nie je súčasťou jednotlivých pilierov bankovej únie, avšak tento legislatívny akt vytvára systém krízového manažmentu vo všetkých členských štátoch EÚ, ktorý umožní zlyhanie bánk a investičných firiem v problémoch bez ohrozenia stability finančných trhov. Rámec by mal zároveň umožniť riešiť problémy týchto inštitúcií takým spôsobom, ktorý by minimalizoval riziko prenosu nákazy na iné subjekty finančného trhu. Osobitným cieľom nového rámca je obmedziť využívanie verejných zdrojov na riešenie problémov finančného sektora, a to zavedením systémov financovania rezolúcie v jednotlivých členských štátoch, ktoré by boli financované prostriedkami súkromného sektora. Smernica o depozitných garančných schémach má za hlavný cieľ posilniť ochranu a dôveru užívateľov služieb finančného trhu pomocou zjednodušenia a harmonizácie rozsahu krytia a opatrení na vyplácanie nedostupných vkladov v bankách v prípade ich zlyhania.

Rozhovor pripravil Vladimír Dobrovič

10 rokov pôsobenia asociácie CEEGA, výsledky a výzvy do budúcnosti

Barbora LAZÁROVÁ



V tomto roku uplynú 10 rokov od založenia Stredoeurópskej asociácie správy a riadenia spoločností – Central European Corporate Governance Association (CEEGA), čo nás prirodzene privádza k zamysleniu čo sa asociácii z jej zámerov podarilo za uplynulé roky zrealizovať a k úvahám o dlhodobších plánoch. Na začiatok treba určite pripomenúť, že ešte pred vznikom asociácie vznikol v roku 2002 prvý národný kódex, tzv. *Zjednotený kódex správy a riadenia spoločností (Zjednotený kódex)*, autormi ktorého boli BCPB, INEKO, NBS a zástupcovia profesných asociácií a kótovaných spoločností.

Z iniciatívy autorov kódexu bola v roku 2004 založená asociácia so zámerom vytvoriť subjekt, ktorý bude monitorovať celosvetový vývoj v oblasti Corporate Governance, pripomienkovať návrhy smerníc a odporúčaní Európskej komisie a OECD, podľa potreby aktualizovať národný kódex, otvárať odbornú aj politickú diskusiu na túto tému, šíriť informácie z ob-

lasti Corporate Governance formou prednášok, publikovaním článkov a organizovaním vzdelávacích programov.

V tom istom roku, v dôsledku účtovných škandálov na prelome tisícročí, OECD vydala revidované Princípy Corporate Governance a rovnako zareagovala aj Európska komisia, ktorá vydala odporúčania a smernice pre oblasť správy a riadenia spoločností. V týchto súvislostiach začala CEEGA organizovať „Orientačné kurzy“ pre členov orgánov spoločností, v rámci ktorých oboznamovala účastníkov s princípmi dobrej správy a riadenia spoločností ako súčasťou *Zjednoteného kódexu*, s aktualizovanými princípmi OECD a s odporúčaniami Európskej komisie. Súčasne organizovala „Okrúhle stoly“ za účasti zástupcov NBS, MF SR, MS SR, profesných asociácií a kótovaných spoločností o význame národných kódexov, Princípoch OECD a iniciatívach Európskej komisie s cieľom vyvolať diskusiu o spôsobe ich implementácie do národnej legislatívy. Verejnú diskusiu k tejto téme asociácia podporovala aj publikovaním odborných príspevkov v médiách a na internetových stránkach CEEGA.

V nadväznosti na novelizáciu príslušnej národnej legislatívy asociácia začiatkom roku 2006 rozhodla o nevyhnutnosti aktualizácie *Zjednoteného kódexu*. S cieľom zabezpečiť čo najširšiu podporu a účasť na procese aktualizácie a následne aj čo najširšiu akceptáciu a implementáciu nového národného kódexu Správna rada asociácie oslovila ministerku spravodlivosti pani Luciu Žitňanskú so žiadosťou o zabezpečenie podpory projektu aktualizácie na pôde MS SR, ale aj NBS, MF SR a MH SR. Pani ministerka zvolala v máji 2006 stretnutie všetkých zainteresovaných strán, ktoré sa s potrebou aktualizácie kódexu zotožnili a prisľúbili podporu. Vzhľadom na veľkú kapacitnú náročnosť prác na aktualizácii kódexu, veľký

počet zainteresovaných osôb a skutočnosť, že asociácia nemala žiadny výkonný aparát, práce na aktualizácii kódexu trvali viac než rok. Nový kódex postavený na aktualizovaných princípoch OECD a odporúčaní Európskej komisie vydala CEEGA koncom roku 2007 pod názvom *Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku (Kódex)*. Od januára 2008 sa nový *Kódex* stal súčasťou burzových pravidiel a je záväzný pre všetky spoločnosti, ktorých cenné papiere sú obchodované na BCPB. Asociácia vydala *Kódex* v tlačenej podobe a distribuovala ho všetkým dotknutým spoločnostiam, partnerským inštitúciám a ďalším záujemcom. Spoločnosti, ktoré sa prihlásia ku *Kódexu* sú povinné každoročne zverejniť vo výročnej správe *Vyhlásenie o správe a riadení (Vyhlásenie)*, v ktorom uvedú na báze princípu „comply or explain“, do akej miery spoločnosť dodržiava jednotlivé princípy *Kódexu* pri správe a riadení spoločnosti. S cieľom zjednodušiť dotknutým spoločnostiam plnenie tejto povinnosti, CEEGA pripravila prehľadné vzorové *Vyhlásenie* vychádzajúce z ustanovení *Kódexu* a platnej legislatívy.

Neskôr, v rokoch 2008 a 2009 asociácia zorganizovala pre dotknuté spoločnosti Seminára Corporate Governance, cieľom ktorých bolo poskytnúť účastníkom výklad k interpretácii jednotlivých princípov *Kódexu*. V priebehu roka 2008 sa asociácia zaoberala aj svojou „corporate identity“ a prijala nové logo, ktoré sa premietlo na dokumentoch asociácie a neskôr aj na anglickej verzii *Kódexu*. Nová identita asociácie však bola prijatá najmä so zámerom jej využitia na nových internetových stránkach CEEGA. Po náročnej precíznej príprave bol členom asociácie predstavený nový design a funkcie internetových stránok na valnom zhromaždení v roku 2009.

Po ďalšom Seminári Corporate Governance v júni 2009 asociácia usporiadala v júli 2009 v Clube Penati neformálne stretnutie svojich členov, cieľom ktorého bola výmena názorov na význam dobrej správy a riadenia v čase finančnej a hospodárskej krízy a spôsoby, ktorými by bolo možné zvýšiť povedomie o princípoch Corporate Governance medzi vlastníckmi a manažérmi spoločností a tým zlepšiť úroveň a transparentnosť spravovania spoločností na Slovensku. Aj na základe diskusií s členmi asociácie Správna rada prijala ponuku SAF podieľať sa na vydávaní periodika Finančný manažér, ktorý vychádza 4 krát do roka a v každom vydaní publikovať aktuálne príspevky členov

CEEGA. Správna rada taktiež pristúpila k rokovaniam o uzatváraní Memoranda o porozumení s partnerskými inštitúciami, ktoré podporujú implementáciu princípov Corporate Governance pri správe rôznych typov spoločností. Doposiaľ CEEGA podpísala Memorandum o porozumení s BCPB, s asociáciami SAF, AOCP a ISACA a s Univerzitou Mateja Bela v Banskej Bystrici.

Asociácia je od svojho vzniku v kontakte s nadnárodnými inštitúciami Global Corporate Governance Forum, Washington a European Corporate Governance Institute, Brusel, na stránkach ktorých je umiestnená anglická verzia *Kódexu*. CEEGA najaktívnejšie komunikuje s partnermi združenými v European Corporate Governance Codes Network, členmi ktorej sú autori národných kódexov členských štátov Európskej únie. Táto sieť poskytuje členom možnosť veľmi rýchlych a spoľahlivých konzultácií akýchkoľvek zámerov súvisiacich s problematikou Corporate Governance a tiež pôsobí ako spoločná európska platforma, ktorej skúsenosti a pripomienky využíva Európska komisia pri formulovaní európskych smerníc a nariadení.

Po niekoľkých rokoch uplatňovania princípov dobrej správy a riadenia v súlade s *Kódexom* začala v roku 2012 asociácia uskutočňovať prieskum úrovne zverejňovania *Vyhlásení* vo výročných správach. Na základe neuspokojivých výsledkov prieskumu sa asociácia rozhodla vyhodnotiť výsledky prieskumu a pozitívnym spôsobom motivovať spoločnosti k zvýšeniu kvality *Vyhlásení* udeľovaním „Ocenenia CEEGA“ najúspešnejším spoločnostiam. Slávnostné odovzdávanie ocenení sa stretlo so záujmom médií a pozitívnym ohlasom monitorovaných spoločností, čo motivovalo asociáciu v tejto aktivite pokračovať. Výsledky prieskumov poukázali na potrebu vrátiť sa k organizovaniu diskusných fór a seminárov Corporate Governance. Asociácia preto v roku 2013 zorganizovala Corporate Governance Forum, na ktorom členovia CEEGA odprezentovali široké spektrum tém počnúc legislatívnym rámcom Corporate Governance, pôsobnosťou členov orgánov spoločností, popisom rizík spojených s ich činnosťou, prístupom k výberu členov orgánov a zabezpečenia nástupníctva až po rozhodovanie správnych orgánov, ich kontrolné nástroje, základné princípy IT Governance, problematiku insolventcie, zásady ochrany hospodárskej súťaže a to všetko doplnené praktickými skúsenosťami

z výkonu funkcie člena predstavenstva a dozornej rady akciovej spoločnosti. Začiatkom roka 2014 asociácia obnovila aj organizáciu Semináru Corporate Governance pre spoločnosti, ktoré zverejňujú *Vyhlásenie*. Členovia CECGA poskytli účastníkom výklad zákonov a predpisov, ktoré upravujú povinnosť zverejňovať *Vyhlásenie* a výklad interpretácie jednotlivých princípov *Kódexu* pre účely reportingu vo výročnej správe. Interaktívny priebeh a podnetná diskusia účastníkov oboch podujatí sú dôkazom potreby ich organizácie aj v budúcnosti s obmenou tém a zamerania na rôzne cieľové skupiny.

V najbližšom období bude v aktivitách asociácie rezonovať najmä téma aktualizácie Princípov OECD. Po vyhodnotení vývoja na finančných trhoch OECD pristupuje po 10 rokoch k aktualizácii Princípov Corporate Governance s cieľom pomôcť vládam v snahe zlepšiť legislatívny, regulačný a inštitucionálny rámec správy a riadenia spoločností a tým prispieť k ich ekonomickej efektívnosti, dlhodobu udržateľnému rastu a finančnej stabilite. Verejnú diskusiu OECD otvorila v marci 2014.

Výsledky desaťročného pôsobenia asociácie ukazujú, že napriek limitovaným personálnym a finančným kapacitám sa vďaka entuziazmu členov asociácie podarilo urobiť kus práce a dosiahnuť evidentný posun vo vnímaní témy Corporate Governance na Slovensku. Rovnako je zrejmé, že pôsobenie asociácie je „behom na dlhé trate“ a aj do budúcnosti bude ťažiskom jej aktivít participácia na aktivitách OECD a Európskej komisii, otváranie odborných diskusií, šírenie informácií, organizovanie vzdelávacích programov, pokračovanie v prieskumoch a hodnotení úrovne dodržiavania princípov správy a riadenia s cieľom zvyšovať otvorenosť, poctivosť a zodpovednosť manažérov spoločností v prospech transparentného a dôveryhodného podnikateľského prostredia na Slovensku.

*Autorkou článku je Barbora Lazárová
podpredsedníčka Správnej rady
a výkonná riaditeľka CECGA*

Crowdfunding ako alternatívna forma financovania malých podnikov

Rastislav PETRÁŠ, Jana ŠNIRCOVÁ

Malé začínajúce podniky zápasia s viacerými problémami, pričom ako druhý najzávažnejší bol samotnými podnikateľmi označený prístup k financiam pre malé a stredné podniky (Európska komisia, 2008). Komerčné banky, ktoré boli hlavným zdrojom úverov pre menšie podniky, sú stále menej ochotné poskytnúť úvery pre malé a stredné podniky a v posledných rokoch sprísnil podmienky na poskytovanie úverov. Jednou z možností, ako si zabezpečiť zdroje počiatočného kapitálu resp. kapitálu pre financovanie rôznych inovatívnych projektov je aj crowdfunding, považovaný za alternatívu k tradičnej investícii rizikového kapitálu. Cieľom článku je predstaviť tento inovatívny mechanizmus financovania podnikov, poukázať na jeho špecifiká a prínosy.

Úvod

Crowdfunding je najrýchlejšie rastúcim zdrojom financovania pre malé a stredné podniky v Európe. Vzostup crowdfundingového sektoru v poslednom desaťročí pochádza z pokroku v oblasti webu, webových aplikácií, ale aj mobilných aplikácií, cez ktoré je prevádzkovaný. Ďalej crowdfunding za svoj rýchly rast vďačí aj zvýšenému povedomiu v USA o možnostiach crowdfundingu (počet článkov, ktoré v nadpise obsahujú slovo crowdfunding tam stúpil za posledných desať rokov stonásobne) a legislatívnym zmenám v niektorých krajinách, ktoré takto podporujú rozvoj využívania crowdfundingu na svojom území (Clifford, 2014). Prostredníctvom internetových platforiem môžu podniky vďaka crowdfundingu získavať financie nielen od veľkých investorov, ale aj od veľkého počtu malých investorov. Podnikatelia a firmy môžu využiť prostredníctvom internetu skupinu,

resp. dav ľudí na to, aby získali finančné zdroje, ale aj nápady, údaje o výrobku, a zároveň umožňuje firmám zaujať potenciálnych zákazníkov. Samotný názov crowdfunding sa skladá z dvoch anglických slov „crowd“ (dav) a „funding“ (financovanie), čiže crowdfunding už v samotnom názve poukazuje na to, že ide o „financovanie davom“. Dokonca prezident USA Obama zdôraznil význam tejto formy financovania v roku 2012 pri podpise zákona JOBS, ktorý umožní využívanie equity based crowdfundingu (ďalej EBC) v USA. Crowdfunding sa už pomaly ale isto dostáva aj na Slovensko. Koncom roka 2013 sa takto slovenskému projektu Goldee podarilo získať viac ako stotisíc dolárov na dokončenie vývoja a spustenia výroby ich inteligentných svetidiel do domácností. Rovnako ďalší slovenský projekt Culcharge touto cestou získal viac ako deväťdesiat tisíc dolárov, čo im umožní vstup na trh s ich kľúčenkami využiteľnými ako nabíjačka na mobilný telefón.

Čo je crowdfunding?

Crowdfunding sa definuje (De Buysere a kolektív, 2012) ako „kolektívna snaha viacerých jednotlivcov, ktorí sa spájajú a zhromažďujú svoje zdroje, aby podporili snahy iniciované inými ľuďmi alebo organizáciami. To sa zväčša vykonáva prostredníctvom, alebo s pomocou internetu. Individuálne projekty a podniky sú financované menšími príspevkami od veľkého počtu jednotlivcov, čo umožňuje inovátorom a podnikateľom využívať ich sociálne siete za účelom získania finančných zdrojov.“

Veľmi podobne definujú crowdfunding aj Marom a Sade (2013), ktorí ho opisujú ako inovatívny mechanizmus financovania, ktorý využíva internet a so-

ciálne siete s cieľom získať finančné prostriedky od veľkého počtu investorov, zvyčajne malé množstvo financií od každého investora. Crowdfunding možno použiť na získanie seed kapitálu pre vytvorenie firmy, prvotnú výrobu a distribúciu výrobku, ale aj napríklad pre iné účely ako naplnenie umeleckého projektu, lekárskeho ošetrovania a mnoho iných foriem projektov a iniciatív.

Schwienbacher a Larralde (2010) opisujú crowdfunding ako otvorené výzvy, predovšetkým prostredníctvom internetu, o poskytnutie finančných prostriedkov, a to buď vo forme daru alebo výmenou za nejakú formu odmeny a/alebo hlasovacie práva s cieľom podporiť iniciatívy pre špecifické účely. Projekty crowdfundingu sa môžu veľmi odlišovať cieľom a veľkosťou, od malých umeleckých projektov po podnikateľov, ktorí hľadajú počiatočný kapitál vo výške stotisícov dolárov ako alternatívu k tradičnej investícií rizikového kapitálu.

Vývoj crowdfundingového trhu vo svete

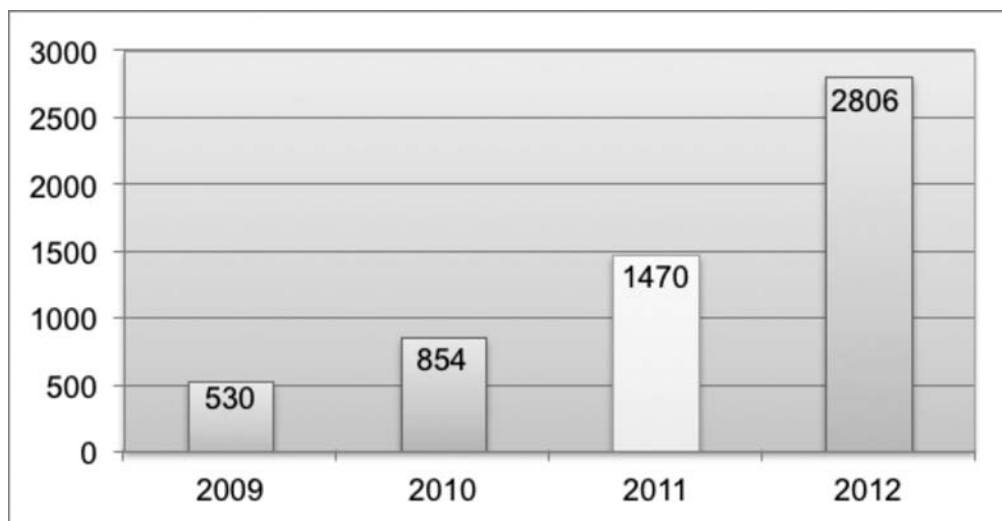
Význam crowdfundingu sa stále zvyšuje vďaka prudko rastúcej miere využívania tohto zdroja financovania. Množstvo peňazí získaných prostredníctvom crowdfundingu v roku 2012 celosvetovo sa odhaduje na 2,8 mld. USD. Odhady pre rok 2013 sa pohybujú už na úrovni 6 mld. USD a hranica 10 mld. USD by podľa očakávaní mala byť prekonaná už v roku 2014 (Clifford, 2014).

Poznáme rôzne modely crowdfundingu odpovedajúce na mierne odlišné motivácie investorov, aj keď všetky sú do istej miery spojené s vnútornou motiváciou. V podstate existujú štyri typy crowdfundingu (Cupferberg, 2012):

- ➔ **donation based:** darca/poskytovateľ peňažných prostriedkov nedostáva za poskytnuté prostriedky žiadnu odmenu
- ➔ **reward based:** prispievateľ získava výmenou za peňažné prostriedky protihodnotu, resp. odmenu. Najčastejšie ide o produkt, ktorý chce daný podnik uviesť na trh za pomoci prostriedkov získaných prostredníctvom crowdfundingovej kampane. Takto teda možno získať potrebný kapitál formou predpredaja ešte vo fáze prototypu.
- ➔ **lending based:** žiadateľ získava pôžičku od väčšieho počtu malých veriteľov, ktorým spláca istinu spolu s úrokom
- ➔ **equity based:** prispievateľ, v tomto prípade vlastne investor, zvyšuje imanie podniku a získava podiel na jeho vlastníctve.

Pri klasifikácii sme použili anglické názvy, a to z toho dôvodu, že sme sa ešte nestretli so zaužívanými slovenskými prekladmi týchto modelov. Donation based crowdfunding by bolo možné preložiť ako darcovský crowdfunding, reward based ako crowdfunding formou odmeny, lending based ako pôžičkový crowdfunding a equity based (EBC) ako podielový crowdfunding.

Obrázok 1: Vývoj crowdfundingového trhu celosvetovo v mil. USD



Zdroj: Massolution, *Crowdfunding industry report*, dostupné na: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>

Z pohľadu financovania podniku sú relevantné hneď tri z nich a to reward based, lending based a equity based modely crowdfundingu. Pri reward based crowdfundingu môžu podniky prostredníctvom predpredaja získať kapitál, ktorý im umožní vstúpiť s novým výrobkom na trh. Využiteľnosť lending based a najmä EBC v závislosti od situácie a fázy životného cyklu podniku je flexibilnejšia. Závisí najmä od toho, na akej úrovni stanovuje legislatíva konkrétnej krajiny maximálnu sumu, ktorú je možno získať týmito zdrojmi financovania. Napríklad od júla 2013 zákony v Taliansku umožňujú podnikom získať až päť miliónov eur ročne, čo podnikom umožní využívať túto formu financovania od založenia podniku až po fázu zrelosti.

Výhody crowdfundingu ako zdroja financovania podnikov

Crowdfunding má oproti bežným zdrojom financovania viaceré výhody. Z výhod bežne platných pre rizikový kapitál (KPAS, 2011) považujeme za relevantné pre crowdfunding nasledovné:

- Nie je potrebné splácať pravidelné splátky dlhu (okrem lending based modelu) – poskytnutý kapitál nevytvára tlak na prevádzkový cash flow podniku, nie je teda potrebné ho splácať na mesačnej, štvrťročnej či ročnej báze.
- Kapitál je poskytovaný bez podmienky existencie nejakej formy ručenia, možno ho teda získať aj bez nutnosti vlastniť podkladové aktívum – zábezpeku.
- Tento druh financovania je omnoho flexibilnejší a nezávislejší ako napríklad bankové financovanie. Zdroje získané touto cestou totižto nie sú viazané na konkrétny účel, čiže podnik môže nezávislejšie rozhodovať o využití týchto zdrojov.
- Tento zdroj zvyšuje kapitálovú silu podniku, čo mu v kombinácii s dobrými výsledkami hospodárenia umožňuje naviazať dodatočné externé zdroje financovania (napr. bankové financovanie, lízing a podobne).
- Zvyšovanie reputácie podniku – dôvera investorov v podnik prejavovaná ich investíciou do podniku môže významným spôsobom zvýšiť reputáciu podniku, čo má pozitívny vplyv na zvýšenie záujmu o spoločnosť v očiach potenciálnych zamestnancov, zákazníkov či záujmu investorov pre ďalšie kolo financovania v budúcnosti.

Thomas a Martin (2012) vo svojej práci opisujú výhody získavania kapitálu prostredníctvom crowdfundingu oproti financovaniu podnikateľskými anjeli a za veľmi výraznú výhodu považujú predpoklad, že pri financovaní prostredníctvom EBC si podnik udrží väčší podiel na vlastníctve ako by tomu bolo pri financovaní jedným podnikateľským anjelom, ktorého vyjednávacía pozícia by bola silnejšia ako je pozícia väčšieho počtu menších investorov.

Ďalšie prínosy crowdfundingu

Crowdfunding nie je iba zdrojom financií. Pre podnik využívajúci túto formu financovania prináša omnoho viac ako len kapitál. Využívanie crowdfundingu má pozitívny vplyv aj na iné oblasti, najmä marketing. Za najväčšie prínosy crowdfundingu pre marketing podniku považujeme:

- Prieskum trhu – malé podniky sa musia vo výraznej miere zaoberať prieskumom trhu a otázkou, či po ich produkte vôbec existuje na trhu dopyt. Podľa (Belleflamme, Lambert, Schwienbacher 2011) je zrejmé, že ak sa v crowdfundingovej kampani ukáže, že projekt bude do niekoľkých dní podporený, resp. financovaný väčším objemom finančných prostriedkov, ako je vypísaná cieľová čiastka kampane, je zrejmé, že na trhu existuje výrazný dopyt po tomto produkte. A naopak v prípade neúspechu je potrebné vyhodnotiť, či bolo dôvodom zlé vykonanie crowdfundingovej kampane alebo iba nezáujem trhu o daný produkt. Veľkou výhodou tohto "prieskumu" je, že nestojí podnik žiadne dodatočné peniaze. Skutočnosť, že podnik spozná záujem trhu o daný produkt, prípadne ešte iné informácie, je pozitívnym vedľajším efektom získavania financií prostredníctvom crowdfundingu. Prevádzkovatelia crowdfundingových platforiem získavajú svoje príjmy formou provízie z vyzbieranej sumy, ktorej výšku neovplyvňuje skutočnosť, či daný zákazník využíval možnosť vykonávať prieskum medzi užívateľmi platformy napríklad aj formou dotazníku, ktoré mnohé platformy ponúkajú.
- Propagácia – podniky majú možnosť prezentovať svoj produkt pred veľkým množstvom ľudí ešte pred jeho uvedením na trh s nulovými nákladmi na túto reklamu. Napríklad crowdfundingová platforma Kickstarter navštívia mesačne približne dva milióny užívateľov. Podnik teda nielen získava

kapitál prostredníctvom kampane na crowdfundingovej platforme, ale sa aj stáva viditeľným pred množstvom potenciálnych budúcich zákazníkov.

- Spätná väzba od návštevníkov užívateľov crowdfundingovej platformy – výhodám EBC sa venuje aj Irene Tordera z Maastrichtskej Univerzity (Tordera, 2013). Poukazuje na to, že návštevníci crowdfundingových stránok môžu poskytnúť spätnú väzbu, podeliť sa o svoje skúsenosti a názory s podnikateľom, napomáha iniciátorovi projektu ďalej rozvíjať svoju myšlienku, a to na základe skúseností všetkých svojich priaznivcov a návštevníkov crowdfundingovej platformy, ktorí sa oboznámili s ich produktom.

Záver

V súčasnej dobe bojujú malé inovatívne podniky s nedostatočným prístupom k financiam. Crowdfunding, ktorý umožňuje prostredníctvom internetu získať zdroje od väčšieho počtu menších investorov považujeme za jedno z riešení ako napomôcť zvrátiť tento nepriaznivý stav. Tomu, že crowdfunding má do budúcnosti nezanedbateľný potenciál ako zdroj financovania pre malé podniky, nasvedčuje aj prudký rast využívania crowdfundingu vo svete. Pre zabezpečenie

ďalšieho rastu využívania crowdfundingu považujeme za dôležité zvyšovať povedomie verejnosti a podnikateľov o tejto možnosti financovania. Kultúra podnikania a vzťah k rizikovému kapitálu zohráva tiež významnú rolu pre ďalší rozvoj EBC. V podmienkach SR sa podnikatelia spoliehajú častejšie na bankové úvery pri otázkach financovania svojich podnikateľských aktivít a bolo by potrebné zvýšiť ich informovanosť o možnostiach využívania crowdfundingu, aby sa zvýšil záujem o túto alternatívu pre financovanie podniku. Pre napĺňanie potenciálu crowdfundingu bude zároveň potrebné, aby aj iné krajiny nasledovali USA s Taliansko a definovali vo svojej legislatíve EBC ako legálny spôsob financovania podniku, a taktiež právne upravili spôsob jeho realizácie. Zároveň by bolo potrebné aj pristúpiť k zmenám vo viacerých zákonoch, ktoré by vytvorili podmienky pre rozvoj EBC, akými je napríklad navyšenie maximálneho možného počtu spoločníkov v spoločnostiach s ručením obmedzeným.

*Autormi článku sú Mgr. Rastislav Petráš
a doc. Ing. Jana Šnircová, PhD.,
z Materiálovotechnologickej fakulty so sídlom
v Trnave, Slovenská technická univerzita v Bratislave*

Použitá literatúra

- Belleflamme, P., Lambert, T., and Schwienbacher, A. (2012): Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1578175>.
- CLIFFORD, C.: Crowdfunding Seen Providing \$65 Billion Boost to the Global Economy in 2014 (Infografika), 2014. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: <http://m.entrepreneur.com/article/230912>
- DE BUYSERE, C et al.: A framework for European crowdfunding, 2012. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: http://europecrowdfunding.winball.de/files/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf
- EUROPEAN COMMISSION 2008, SBA for Europe, Report on the results of the open consultation
- KPAS: Podnikanie pod krídlami anjela, 2011. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: <http://www.podnikajte.sk/Data/881/UserFiles/Business-Angles/podnikanie-pod-kridlami-anjela.pdf>
- KUPFERBEG, T.: When patterns are broken, new worlds emerge, 2012. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: http://europecrowdfunding.winball.de/files/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf
- MAROM, D., SADE: Are the Life and Death of a Young Start-Up Indeed in the Power of the Tongue? Lessons from Online Crowdfunding Pitches, 2013. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: <http://crowdfundconference.org/wp-content/uploads/2013/06/Marom-Sade.pdf>
- MARTIN, T.: The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law, Principles With the Demands of the Crowd, 2012. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: <http://ssrn.com/abstract=2040953>
- Schwiebacher, A. - Larralde, B. : Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, SSRN Electronic Journal (2010)
- TORDERA, I.: Side Benefits of Crowdfunding, 2013. [cit. 21.1.2014]. Dostupné na internete: <http://www.crowdfundingnetwork.eu/wp-content/blogs.dir/17/files/2013/08/Crowdfunding-for-Webentrepreneurs-Workshop-Proceedings.pdf>

Význam regionálnych dohôd o voľnom obchode medzi EÚ a Kanadou a EÚ a USA na ekonomiky týchto subjektov, ako aj na vývoj svetového obchodu

Viera RUŽEKOVÁ¹

Vplyvom zintenzívňujúcej sa globalizácie je súčasné svetové hospodárstvo charakterizované rýchlo rastúcim objemom cezhraničných transakcií tovarov, služieb a kapitálu, rýchleho a rozsiahleho šírenia technológií. Tieto skutočnosti vyvolávajú objektívnu potrebu liberalizácie medzinárodných tokov tovarov a služieb, spájanú so snahou o simplifikovanie podmienok medzinárodného obchodu a racionalizáciou dovozného a vývozného režimu prostredníctvom eliminácie tarifných a netarifných prekážok obchodu.

Paralelne s procesom globalizácie, ktorý vedie k akejsi „univerzalizácii“ svetovej ekonomiky, pôsobí proces fragmentácie, vedúci k rozkladu väčšieho celku na menšie hospodárske jednotky. Jeho územným prejavom je regionalizmus, so špecifickými ekonomickými, sociálnymi, kultúrnymi a politickými prvkami združovania a spolupráce. V oblasti medzinárodného obchodu je ich spoločným znakom liberalizácia a formovanie tesnejších väzieb medzi dvoma alebo viacerými krajinami. A pretože heterogénne medzinárodné ekonomické prostredie robí rokovania o multilaterálnych obchodných dohodách v rámci WTO mimoriadne zložitými, predstavujú regionálne dohody a regionálne integrácie pre viaceré krajiny schodnejšiu a rýchlejšiu cestu k širšej liberalizácii.

Regionálna integrácia sa objavuje ako dôsledok úsilia integrujúcich sa štátov o efektívne využitie disponibilných zdrojov ekonomického rastu nachádzajúcich sa v rámci ich teritória. Dochádza k regionálnej

liberalizácii tovarových tokov v takých formách, akou je zóna voľného obchodu, colná únia, spoločný trh, menová únia, či hospodárska a politická únia. Podstatou týchto procesov je odstraňovanie diskriminačných prekážok obchodu a vytváranie určitých prvkov hlbšej spolupráce a vzájomnej koordinácie. Teoretické vymedzenie jednotlivých foriem regionálnej integrácie je presne definované, určité nejasnosti sa vyskytujú skôr v praktickej implementácii, keď sa konkrétny integračný útvar k definovanému vymedzeniu z rôznych dôvodov skôr približuje alebo ho prekračuje, či naopak nenaplnuje. Napríklad niektoré dohody o voľnom obchode vylučujú poľnohospodárstvo, či sektor služieb, ale môžu sa týkať investícií. Na druhej strane viaceré colné únie majú také množstvo výnimiek zo „Spoločného colného sadzobníka“, že sa javia skôr ako dohody o voľnom obchode, majúce len rovnaké sadzby v niektorých odvetviach. Aj Európske hospodárske spoločenstvo sa často nazývalo spoločným trhom, t.j. tretím stupňom regionálnej ekonomickej integrácie, a to hlavne v počiatočných rokoch svojej existencie, keď bolo sotva niečo viac než colná únia, všeobecne charakterizovaná ako druhý stupeň ekonomickej integrácie.²

Mnohé súčasné liberalizačné procesy, spájané s pojmom nový regionalizmus, smerujú z kvalitatívneho hľadiska nad rámec pôvodných regionálnych integrácií a dochádza k akejsi „nadstavbovej“ liberalizácii medzi už existujúcimi regionálnymi integrá-

ciami alebo jej jednotlivými subjektmi. Ich základom je rozšírenie záberu regionálnych dohôd do najdynamickejších oblastí medzinárodných ekonomických vzťahov zahrňujúcich aj duševné vlastníctvo, služby, investície, súťažnú politiku, základné environmentálne a pracovné štandardy, čím obsahovo nesú prvky aj politickej, právnej či kultúrnej spolupráce. Za vzor regionálnej integrácie zdieľajúcej prvky nového regionalizmu sa dá označiť *komplexná regionálna dohoda*, ktorá je formálne postavená na zóne voľného obchodu, avšak vnáša do integrácie i progresívne prvky spoločného trhu.³ K takýmto dohodám môžeme zaradiť napríklad Dohodu o severoamerickom voľnom obchode (NAFTA), Dohodu o vytvorení zóny voľného obchodu medzi EÚ a Južnou Kóreou, či Dohodu o európskej zóne voľného obchodu (EZVO).

Liberalizácia obchodu medzi EÚ – Kanada – USA a jej prínosy

Do uvedeného modelu regionálnej integrácie plne zapadá aj v októbri 2013 uzatvorená *Komplexná hospodárska a obchodná dohoda medzi EÚ a Kanadou* (Canada-European Comprehensive Economic and Trade Agreement, ďalej CETA), rovnako ako aj *Transatlantická dohoda o voľnom obchode a investičnom partnerstve medzi EÚ a USA* (Transatlantic Trade and Investment Partnership, ďalej TTIP), ktorej prvé kolá rokovaní začali v minulom roku. Podľa vypracovanej štúdie⁴ dohoda s Kanadou má znamenať prínos pre ekonomiku EÚ 11,6 mld. EUR ročne a pre kanadskú viac ako 8 mld. EUR ročne, pričom najväčší efekt bude prameniť z liberalizácie obchodu so službami a z eliminácie ciel pri tovarovej výmene. V prípade podpísania dohody o voľnom obchode medzi EÚ a USA sa predpokladá, že prínos pre hospodárstvo EÚ by mohol predstavovať až 119 miliárd EUR ročne a pre hospodárstvo USA dodatočných 95 miliárd EUR ročne.⁵ V porovnaní s odhadovaným profitom, ktorý by mala priniesť liberalizácia obchodu medzi EÚ a USA, nie je efekt z už podpísanej dohody EU - Kanada taký významný, jej prínos však treba chápať v širších súvislostiach - ako podporu obchodnej výmene medzi EÚ a celým severoamerickým regiónom v rámci dohody NAFTA. Obe zoskupenia, EÚ aj NAFTA, presadzujú silnú politiku liberalizmu, obchod chápu ako kľúčový zdroj rastu ekonomík a na oboch stranách Atlantiku v tomto smere je značný

a zatiaľ nevyužitý potenciál, a to predovšetkým z dôvodu existencie značného množstva bariér, ktoré bránia vzniku voľného obchodu medzi nimi. Reálnejšou a rýchlejšou alternatívou liberalizácie tovarových a investičných tokov sa preto javilo, resp. javí vytvorenie komplexných zón voľného obchodu EÚ s jednotlivými členmi NAFTA, teda osobitne s USA, Kanadou a Mexikom.⁶ Nakoľko s dvoma menšími ekonomikami sa podpísanie dohôd o voľnom obchode podarilo už úspešne završiť, na programe dňa ostáva ešte dohoda medzi EÚ a USA, ktorá obdobne ako v prípade Kanady, by mala pokrývať široké spektrum oblastí a mala by viesť k vytvoreniu komplexnej zóny voľného obchodu. Centrum pre výskum hospodárskej politiky so sídlom v Londýne vo svojej štúdii podrobne posudzovalo viaceré liberalizačné scenáre a dospelo k záveru, že najväčšie prínosy pre obe strany sú kvantifikované za predpokladu prijatia dohody, ponúkajúcej najvyšší stupeň liberalizácie. Pre Európsku úniu by to znamenalo, ako sme už spomenuli, prínos v objeme 119 mld. eur ročne, čo by pre štvorčlennú rodinu ročne prinieslo zvýšenie jej reálneho príjmu o 545 EUR a do roku 2027 by sa vďaka TTIP zvýšil objem výroby o 86 mld. eur. Pre USA by boli prínosy na úrovni 95 miliárd EUR ročne alebo 655 EUR na jednu americkú domácnosť a HDP do r. 2027 by vzrástol o 65 mld. USD ročne⁷. Šírkou svojho záberu, ako aj objemom realizovaných obchodov by sa dohodou o voľnom obchode medzi EÚ a USA vytvorila doposiaľ najväčšia zóna voľného obchodu, zahrňujúca takmer polovicu svetového HDP, 30 % globálneho obchodu a 20 % globálnych PZI.⁸

Navyše, podľa predsedu Komisie EÚ J.M. Barossa by v budúcnosti vytvorená Transatlantická dohoda o voľnom obchode EÚ – USA *mohla byť určitým štandardom* na vytváranie globálnych obchodných pravidiel a zároveň *by mohla prispieť aj k rozvoju mnohostranných rokovaní o liberalizácii svetového obchodu v rámci Svetovej obchodnej organizácie*, ktorá v posledných rokoch nevykazuje očakávané výsledky. Vzhľadom na uzatváranie veľkého počtu bilaterálnych liberalizačných dohôd vo svetovom obchode možno očakávať, že podpísanie dohôd o voľnom obchode medzi EÚ a Kanadou a očakávanej dohody s USA podnieti iniciatívu ďalších významných subjektov svetového obchodu (napríklad štáty BRICS) k ďalším mnohostranným rokovaniam v rámci WTO a to z toho dôvodu, že po uzatvorení dohôd CETA a TTIP

budú tieto krajiny menej profitovať zo svetového obchodu.

A je tu aj ďalší dôvod. USA by po vzore Kanady mohli ukázať, že Transatlantický pakt o voľnom obchode je možný a z hľadiska geopolitického dokonca nevyhnutný. *Podpísanie dohody CETA s Kanadou a TTIP s USA by totiž v čase rastúceho hospodárskeho*

a politického vplyvu nastupujúcich ázijských a latinskoamerických veľmocí demonštrovalo silu a snahu transatlantických partnerov tomuto tlaku odolať.

*Autorkou článku je Ing. Viera Ružeková, PhD.
z Obchodnej fakulty Ekonomickej univerzity
Bratislava*

- ¹ Ing. Viera Ružeková, PhD., Ekonomická univerzita, Obchodná fakulta, Katedra medzinárodného obchodu, Dolnozemska 1, 852 35 Bratislava, E-mail: ruzekova@euba.sk. V rokoch 2005 – 2009 autorka pôsobila ako ekonomický diplomat na Velvyslanectve SR v Kanade.
- ² OBADI, S.M., 2007: *Vývojové tendencie vo vybraných oblastiach svetovej ekonomiky*. In: Working papers 4. Bratislava, Ekonomický ústav SAV. ISSN 1337-5598, s. 12
- ³ CIHELKOVÁ, E. a kol., 2010: *Regionalismus a multilateralismus, Základy nového svetového obchodného rádu?* Praha: Vydavatelstvo C.H.Beck. ISBN 978-80-7400-196-3. s. 89.
- ⁴ MPRA, jún 2011: *Trade sustainability impact assessment on the comprehensive economic and trade agreement (CETA) between the EU and Canada: Final report*.
- ⁵ European commission, 2013. *Transatlantic Trade and Investment Partnership: Questions and answers*. [Online 1.3.2014]. Dostupné: http://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ttip/questions-and-answers/index_sk.htm
- ⁶ Dohoda na báze voľného obchodu medzi EÚ a Mexikom je v platnosti už od roku 2000. Poznámka autorky
- ⁷ European commission, 2013. *Transatlantic Trade and Investment Partnership: Questions and answers*. [Online 1.3.2014]. Dostupné: http://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ttip/questions-and-answers/index_sk.htm
- ⁸ European commission, 2013. *Transatlantic Trade and Investment Partnership: Questions and answers*. [Online 1.3.2014]. Dostupné: http://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ttip/questions-and-answers/index_sk.htm

EVA ZERO – skutočná relatívna EVA¹

Ľudovít ŠRENKEL, Marián SMORADA

Prienik moderných hodnotovo orientovaných kritérií merania výkonnosti podniku do nášho prostredia je spojený s viacerými úskaliami, ktoré je potrebné prekonať, aby aplikácia týchto ukazovateľov mohla mať praktický prínos pri uskutočňovaní podnikateľskej činnosti. V predkladanom článku svoju pozornosť upriamime na pomerne známy, ale napriek tomu nedostatočne využívaný ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty (EVA), ktorý po prvý krát predstavila poradenská spoločnosť Stern Stewart & Co. so sídlom v New Yorku na prelome osemdesiatych a deväťdesiatych rokov. Konkrétne sa zameriame na jeho využitie v medzipodnikovom porovnávaní. V úvode článku stručne priblížime samotný ukazovateľ EVA.

EVA všeobecne

Základná konštrukcia ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty je vyjadrená vzťahom:

$$EVA = NOPAT - C \times WACC$$

kde

NOPAT - (Net Operating Profit After Tax) prevádzkový (operatívny) zisk po zdanení

C - dlhodobo investovaný kapitál

WACC - vážené náklady kapitálu - priemerný náklad spojený s kapitálovou štruktúrou podniku

Hoci vzorec pre výpočet pozostáva z troch premenných, vyčíslenie každej z nich je pre analytika spojené s väčšími alebo menšími komplikáciami.

NOPAT - je v zmysle teórie možné vypočítať podľa rovnice:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t)$$

kde

EBIT - prevádzkový (operatívny) zisk pred odpočítaním úrokov a zdanením

t - sadzba dane z príjmov

V praxi je vyčíslenie ukazovateľa NOPAT spojené s dvoma otázkami:

1. Ktorý ukazovateľ použiť ako EBIT?

Pôvodnému myšlienkovému zámeru autorov sa v našich podmienkach najviac približuje výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti, prípadne výsledok hospodárenia z bežnej činnosti.² Obidva ukazovatele je však potrebné upraviť, keďže ich výšku ovplyvňujú účtovné metódy a postupy, ktoré podniky využívajú. Unifikovaný návod na vyčíslenie ukazovateľa EBIT neexistuje, záleží na analytikovi, ktorým položkám prisúdi prevádzkový charakter a zahrnie ich do výpočtu.

2. Akú sadzbu dane použiť?

V tomto prípade je obvyčajne odporúčané použiť efektívnu daňovú sadzbu, ktorá je odvodená od podielu dane z príjmov – splatnej a odloženej – na hrubom zisku podniku. Problémom môžu byť neprevádzkové náklady a výnosy, ktoré sa nepovažujú za zdaniteľné príjmy alebo daňové výdavky v zmysle zákona o dani z príjmov. Tie v niektorých prípadoch môžu významne ovplyvniť efektívnu daňovú sadzbu podniku.

C – investovaný kapitál – predstavuje dlhodobo investovaný kapitál. Dá sa vyčísliť buď ako súčet vlastného imania a úročených cudzích zdrojov, alebo ako súčet stálych aktív a čistého pracovného kapitálu (v tomto prípade sa obvyčajne používa označenie NOA – čisté operatívne aktíva). Niektorí ďalší autori odporúčajú súčet vlastného imania a dlhodobého cudzieho kapitálu. Pôvodný zámer autorov ukazovateľa EVA spočíva v snahe vyčísliť kapitál (či už vlastný alebo cudzí), ktorý vstupuje do podnikateľskej činnosti, t.j. má prevádzkový charakter. S týmto je však spojené množstvo problémov najmä teda nielen z akých položiek, ale aj v akom časovom okamihu definovať investovaný kapitál. Ak sa naopak analytik rozhodne vyčísliť NOA, musí pri každej zložke majetku stanoviť

objektívnu hodnotu a určiť, či má alebo nemá prevádzkový charakter. Navyše do svojich výpočtov musí zahrnúť aj majetok, ktorý sa v účtovníctve bežne nevykazuje, najmä goodwill, know-how a pod. Výpočet sa tak stáva náročným na čas a je spojený s potrebou získavania ťažko dostupných informácií, čo zvyčajne prináša nezanedbateľné náklady.

Vážené priemerné náklady na kapitál – WACC – sa využívajú v modeli EVA pri vyčíslení samotného ukazovateľa, a (v prípade stanovenia hodnoty podniku) zároveň aj ako sadzba diskontného faktora, prostredníctvom ktorej sa vypočíta súčasná hodnota budúcich EVA ku dňu ohodnotenia. Analytik musí v súvislosti s vyčíslením vážených priemerných nákladov na kapitál vyriešiť nasledovné úlohy:

- Stanoviť hodnotu nákladov na cudzí kapitál. Na kolko v prípade SR podniky využívajú najčastejšie bankové úvery, je možné do vzorca dosadiť vážený aritmetický priemer všetkých úrokových sadzieb, ktoré sú poskytnuté konkrétnemu podniku, alebo je možné použiť sadzby zverejňované centrálnou bankou. Diskutabilnou položkou ostáva neúročený cudzí kapitál, ktorý niektorí autori³ (s. 223) odporúčajú z výpočtu vylúčiť, čo ale môže v konečnom dôsledku výslednú hodnotu WACC do veľkej miery ovplyvniť.
- Určiť štruktúru zdrojov podniku (t.j. pomer vlastných a cudzích zdrojov).
- Stanoviť náklady na vlastný kapitál. Práve tento bod sa ukazuje ako najväčší problém. Obyčajne sa pri kvantifikácii nákladov na vlastný kapitál využíva model CAPM. S týmto postupom však bývajú v praxi spojené viaceré ťažkosti, ktoré sú spôsobené problematickým určením najmä hodnoty β -koeficientu (model CAPM je založený na predpoklade, že bude využívaný spoločnosťami, ktoré sú obchodované na kapitálovom trhu) a prémie za riziko ($r_m - r_f$). Pri stanovení hodnoty nákladov na vlastný kapitál je možné vychádzať aj z iných metodických postupov, ani tie však nie sú bez komplikácií. Ak analytik použije priemerné ROE, vystavuje sa riziku, že diskriminuje úspešné podniky, ktoré dosahujú vysoké hodnoty tohto ukazovateľa. Vysoké náklady na vlastný kapitál totiž negatívne ovplyvňujú výslednú hodnotu ukazovateľa EVA. Ďalej je možné uvažovať s vyplatenými podielmi na zisku. V tejto súvislosti však

nesmieme zabúdať, že vyplácané dividendy často súvisia s fázou životného cyklu, v ktorej sa podnik nachádza. Znamená to, že takto vyčíslené údaje nemusia vždy zodpovedať skutočným požiadavkám vlastníkov (napr. ak je podnik vo fáze rastu, tak obyčajne dividendy nevypláca, neznamená to však, že by sa vlastníci svojho výnosu vzdali, iba si odkladajú jeho vyplatenie na neskoršiu dobu). Alebo je možné využiť stavebnicový model, ktorého základom je vyčíslenie čiastkových zložiek nákladov na vlastný kapitál a ich následné agregovanie do jedného čísla. Asi najväčším problémom tohto prístupu je, že opäť ide o subjektívny odhad, keďže výpočet jednotlivých zložiek je do veľkej miery závislý od pohľadu analytika.

Zjednodušený výpočet ukazovateľa EVA

Aby boli odstránené niektoré z problematických bodov tradičného postupu vyčíslenia ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty, je vhodné pri výpočte zohľadniť pôvodný myšlienkový zámer, ktorý ekonomickú pridanú hodnotu chápe ako ekonomický zisk vyčíslený ako rozdiel medzi výnosmi z kapitálu a nákladmi na kapitál. Aj vo vzorci $EVA = NOPAT - C \times WACC$ predstavuje výraz „NOPAT“ výnosy z kapitálu a výraz „ $C \times WACC$ “ náklady na kapitál. Náklady na kapitál sa skladajú z nákladov na cudzí kapitál a nákladov na vlastný kapitál. Takže vzorec je možné upraviť do nasledovnej podoby:

$$EVA = NOPAT - N_{VK} - N_{CK}$$

resp.

$$EVA = NOPAT - r_{VK} \times VK - N_{CK}$$

kde

N_{VK} – náklady na vlastný kapitál v absolútnom vyjadrení

N_{CK} – náklady na cudzí kapitál v absolútnom vyjadrení (nákladové úroky po očistení o tzv. úrokový daňový štít)

r_{VK} – náklady na vlastný kapitál v percentuálnom vyjadrení

VK – vlastný kapitál (napr. vlastné imanie)

Vyčíslenie ukazovateľa EVA tradičným aj zjednodušeným výpočtom vedie k identickým výsledkom. Rozdiel spočíva v odlišnej náročnosti na získanie vstupných údajov. Kým pri tradičnom výpočte je ne-

vyhnutné pristúpiť k preценeniu jednotlivých zložiek majetku podniku, príp. k analýze a úprave jednotlivých zložiek kapitálu podniku, a následne pomerne komplikovaným spôsobom vyčíslieť hodnotu priemer- ných nákladov na kapitál, v prípade odporúčaného postupu postačia pre určenie nákladov na cudzí ka- pitál údaje z výkazu ziskov a strát (nákladové úroky) a pre výpočet nákladov na vlastný kapitál je potrebné kvantifikovať súčin hodnoty vlastného kapitálu (napr. vlastného imania) a odhadovaných nákladov na vlastný kapitál v percentuálnom vyjadrení. Dochádza tak k zníženiu časovej náročnosti spojenej s vyčísl- ním ukazovateľa EVA.

Aj po zjednodušení výpočtu ukazovateľa EVA nie je ešte výsledný vzorec dokonalý, avšak v porovnaní s pôvodným postupom je menej náročný na čas a vstupné údaje. Pri tomto výpočte predstavuje **naj- väčšiu problémovú oblasť určenie nákladov na vlastný kapitál v percentuálnom vyjadrení.**

Využitie EVA v medzipodnikovom porovnávaní

Primárnym problémom, ktorý bráni lepšiemu využí- tiu ukazovateľa EVA pri komparácii výkonnosti pod- nikateľských subjektov, je skutočnosť, že vyčíslené hodnoty sú vyjadrené v peňažných jednotkách (t.j. napr. v eurách). Z tohto dôvodu je absolútna výška ukazovateľa EVA do značnej miery ovplyvnená veľ- kosťou podniku. Veľké podniky majú lepšie predpo- klady dosahovať vyššie hodnoty EVA než ich menší konkurenti. V tomto prípade ide o obdobnú situáciu ako v prípade porovnávania podnikov na základe výšky výsledku hospodárenia.

Aby bolo možné prekonať tento problém, využí- vajú sa pri finančnej analýze tzv. pomerové (relatívne) ukazovatele, pri ktorých sa sledovaná veličina (napr. výsledok hospodárenia) obvyčajne dáva do pomeru k určitému kvantitatívnemu ukazovateľu (napr. tržbám, aktívam alebo vlastnému imaniu). Za rovna- kým účelom boli v praxi vypracované rôzne teore- tické koncepty, ktorých cieľom bolo skonštruovať relatívny (pomerový) ukazovateľ založený na báze ekonomickej pridanej hodnoty.

Jeden z najnovších ukazovateľov - EVA Momen- tum – bol predstavený na stránkach tohto časopisu prednádávanom⁴. Okrem tohto konceptu sa v teórii aj praxi vyskytujú niektoré ďalšie prístupy, ktoré spolu s ním v krátkosti charakterizujeme.

Hodnotové rozpätie (Value Spread)

Hodnotové rozpätie je založené na predpoklade, že hodnotu EVA je potrebné sledovať v porovnaní s či- stými operatívnymi aktívami (NOA), resp. s investo- vaným kapitálom (C), za predpokladu, že $NOA = C$.

$$\text{Hodnotové rozpätie} = \frac{EVA}{NOA}$$

Niekedy sa tento ukazovateľ uvádza v upravenej podobe, ktorá je odvodená z pôvodného vzťahu a smeruje k identickému výsledku:

$$\text{Hodnotové rozpätie} = r - WACC$$

kde

r – rentabilita čistých operatívnych aktív, t.j. $NOPAT/NOA$

Hodnotové rozpätie má potenciál poskytnúť ana- lytikovi obraz o tom, v akej relatívnej výške prevyšujú výnosy z investovaného kapitálu náklady na tento ka- pitál. Pri jeho konštrukcii je potrebné poznať hodnotu EVA a čistých operatívnych aktív. Ďalším problém je, že pri porovnaní podnikateľských subjektov, ktoré sú náročné na ľudskú prácu (napr. podniky služieb), s tými, ktoré sú kapitálovo náročnejšie (napr. výrobné podniky), tento ukazovateľ môže dosahovať vý- znamne odlišné hodnoty (v prípade podnikov služieb dosahuje NOA spravidla omnoho nižšie hodnoty, čo pozitívne vplýva na výšku hodnotového rozpätia)

Príklad: Hodnotové rozpätie výrobného podniku a pod-niku služieb

Podnik ALFA dosiahol v sledovanom období hodnotu EVA vo výške 200 tis. eur. Hodnota investovaného ka- pitálu ($C = NOA$) bola 1 000 tis. eur. Spoločnosť BETA poskytujúca služby dosiahla v sledovanom období uka- zovateľ EVA v rovnakej výške ako spoločnosť ALFA. Ktorý podnik dosiahol vyššie hodnotové rozpätie ak čisté operatívne aktíva spoločnosti BETA boli vo výške 200 tis. eur?

$$\text{Hodnotové rozpätie ALFA} = \frac{EVA}{NOA} = \frac{200}{1000} = 0,2 \rightarrow 20 \%$$

$$\text{Hodnotové rozpätie BETA} = \frac{EVA}{NOA} = \frac{200}{200} = 1,0 \rightarrow 100 \%$$

Hodnotové rozpätie podniku BETA je vo výške 100 %, čo znamená, že z 1 eura investovaného kapitálu dokázala spoločnosť BETA vytvoriť až 1 euro ekonomickej pridanej hodnoty, čo je v porovnaní so spoločnosťou ALFA päťnásobok. Vyššie hodnotové rozpätie sme teda zaznamenali u spoločnosti BETA.

Tento ukazovateľ teda je vhodný **iba v prípade, ak podniky majú rovnaký (príp. veľmi podobný) predmet činnosti**. Zároveň jeho nevýhodou je, že pri kvantifikácii potrebuje analytik disponovať hodnotami ukazovateľa EVA (vyčíslenými podľa identického metodologického postupu) a NOA sledovaných podnikov, čo aplikáciu tohto ukazovateľa do značnej miery komplikuje.

Relatívna EVA podľa London Business School

Podľa tohto prístupu sa pomerový ukazovateľ EVA vyčísľuje ako podiel ekonomickej pridanej hodnoty a súčtu osobných nákladov a celkových nákladov na kapitál:

$$\text{Relatívna EVA podľa LBS}^5 = \frac{\text{EVA}}{\text{Osobné náklady} + \text{WACC} \times \text{NOA}}$$

Táto relatívna EVA má iný obsah než hodnotové rozpätie (Value Spread). Udáva, „aký je podiel hodnoty pre akcionárov na tvorbe hodnoty v podniku.“⁵ Otázne je, či možno za hodnotu vytvorenú podnikom považovať súčet osobných a kapitálových nákladov (t.j. menovateľ vo vzorci). Ak áno, potom takéto porovnávanie výrobných a obchodných podnikov či podnikov služieb má zmysel. Nevýhodou však je, že **tento ukazovateľ stráca vypovedaciu schopnosť ak sledované podniky využívajú outsourcing** (najmä teda pri porovnávaní podnikov využívajúcich outsourcing v nerovnakej miere) a taktiež je pri jeho kvantifikácii potrebné disponovať hodnotami ukazovateľa EVA (vyčíslenými podľa identického metodologického postupu).

EVA ROS (rentabilita tržieb)

V tomto prípade sa ekonomická pridaná hodnota dáva do pomeru k dosiahnutému obratu. Konštrukcia tohto ukazovateľa je nasledovná:

$$\text{EVA ROS} = \frac{\text{EVA}}{\text{Obrat}}$$

Nevýhodou tohto ukazovateľa je, podobne ako v prípade ukazovateľa rentability tržieb (ROS), že podniky,

ktoré dosahujú vysoký obrat aktív pri nízkej marži (napr. obchodné podniky), sú v tomto ukazovateli znevýhodnené v porovnaní s podnikmi, v ktorých je situácia opačná (napr. podniky služieb). **Porovnávať by sa teda v tomto prípade mali iba podniky pôsobiace v príbuzných odvetviach**. Ak by sa náhodou vo výrobnom podniku manažment rozhodol, že zvýši svoj prevádzkový zisk prostredníctvom nákupu a predaja tovaru, ohrozoval by tak hodnotu svojej EVA ROS.

Príklad: EVA ROS

Predpokladajme, že manažment spoločnosti ALFA má možnosť popri svojej výrobnej činnosti uskutočniť obchodnú transakciu. Nakúpi tovar za 100 tis. eur a predá ho za 105 tis. eur. Obchodná transakcia si nevyžadovala dodatočný kapitál ani iné vedľajšie náklady. Tržby spoločnosti pred transakciou boli vo výške 1 250 tis. eur, EVA dosahovala 200 tis. eur pri nákladoch na kapitál vo výške 100 tis. (t.j. NOPAT pred transakciou bol vo výške 300 tis. €). Daň z príjmu je vo výške 20 %. Ako sa zmení jeho EVA ROS?

$$\text{EVA ROS pred transakciou} = \frac{\text{EVA}}{\text{tržby}} = \frac{200}{1\,250} = 0,16 = 16\%$$

$$\Delta \text{NOPAT} = (\Delta \text{Tržieb} - \Delta \text{Nákladov}) \times (1 - \text{daň. sadzba}) = (105 - 100) \times (1 - 0,2) = 4 \text{ tis. eur}$$

$$\text{NOPAT po transakcii} = 300 + 4 = 304 \text{ tis. eur}$$

$$\text{EVA po transakcii} = 304 - 100 = 204 \text{ tis. eur}$$

$$\text{EVA ROS po transakcii} = \frac{204}{1\,355} = 0,151 = 15,1\%$$

Realizáciou transakcie by spoločnosť ALFA klesla hodnota EVA ROS zo 16 % na 15,1 %. Dochádza tak k **paradoxnej situácii** – manažment podniku by v snahe dosiahnuť vyššiu EVA ROS bol nútený odmietnuť uvedený obchod, hoci by sa jeho realizáciou zvýšila hodnota pre vlastníkov (keďže rastie EVA pri konštantnej úrovni kapitálu).

EVA Momentum

Nasledujúci prístup ku konštrukcii relatívneho ukazovateľa EVA pochádza od jedného z autorov samotného konceptu ekonomickej pridanej hodnoty.⁶ Jeho výpočet je nasledovný:

$$\text{EVA Momentum} = \frac{\text{EVA}_1 - \text{EVA}_0}{\text{Tržby}_0}$$

kde

EVA_1 – hodnota EVA v bežnom roku

EVA_0 – hodnota EVA v minulom období

Tržby₀ – hodnota tržieb v minulom období

V tomto prípade je výsledkom medziročný prírastok EVA pripadajúci na 1 euro tržieb dosiahnutých vo východiskovom roku. Aj tento ukazovateľ (podobne ako EVA ROS) z dôvodu, že jeho hodnota vyjadruje pomer určitej veličiny k tržbám, **je vhodný najmä pri porovnaní podnikov pôsobiach v tom istom odvetví**. Problematicky sa javí jeho využitie pri podnikateľských subjektoch, ktoré pôsobia vo viacerých odvetviach (konglomeráty), prípadne pri porovnávaní strategických podnikateľských jednotiek (SBU – Strategic Business Unit) v rámci jedného podniku. Jeho hodnota totiž citlivo reaguje na výšku obchodných marží porovnávaných podnikov. Nehovoriac, že podobne ako pri ukazovateli EVA ROS aj v tomto prípade je potrebné disponovať hodnotami ukazovateľa EVA vyčíslenými podľa identického metodologického postupu.

EVA ZERO (náklady na vlastný kapitál pri nulovej EVA)

Snahou autorov tohto článku bolo nájsť spôsob, akým by sa mohol pomerový ukazovateľ skonštruovať s cieľom maximalizovať možnosti jeho využitia pri medzi podnikovom porovnávaní. Pri hľadaní riešenia bolo potrebné vychádzať zo zjednodušeného tvaru pôvodnej rovnice pre výpočet EVA:

$$EVA = NOPAT - r_{VK} \times VK - N_{CK}$$

Neznámou veličinou v tomto vzorci je hodnota EVA a v zmysle komentárov uvedených vyššie najviac problémovú vstupnú veličinu predstavujú náklady na vlastný kapitál – r_{VK} .

Výsledná hodnota ukazovateľa EVA môže spadať do troch intervalov. Ak je EVA kladná, podnik tvorí ekonomickú pridanú hodnotu, čo je obvykle pozitívne hodnotené. Ak je EVA záporná, podnikateľský subjekt hodnotu vlastníkov a veriteľov ničí. Tento jav je nežiaduci. Ak je hodnota EVA rovná nule, podnik nevytvára ani neničí hodnotu. Práve **EVA v nulovej výške je zlomovou hodnotou**, ktorý rozhoduje o tom, či je možné považovať podnik za úspešný alebo neúspešný. Ak teda vo vyššie uvedenej rovnici bude

hodnota EVA rovná nule, jedinou neznámou ostane veličina r_{VK} , ktorá touto transformáciou nadobudne pozoruhodný význam. Po jej vyjadrení je finančný analytik schopný vyčíslieť, pri akej úrovni nákladov na vlastný kapitál podnik dosahuje nulovú hodnotu EVA:

$$r_{VK} (EVA \text{ ZERO}) = \frac{NOPAT - N_{CK}}{VK}$$

Takto vypočítaný ukazovateľ je označený ako EVA ZERO a predstavuje náklady na vlastný kapitál pri nulovej EVA. Má veľmi dobrú vypovedaciu schopnosť. Totiž ak sú skutočné náklady na vlastný kapitál nižšie ako EVA ZERO, podnik dosahuje kladné hodnoty ukazovateľa EVA a teda „tvorí hodnotu“. Naopak, ak sú skutočné náklady na vlastný kapitál vyššie ako EVA ZERO, podnik dosahuje záporné hodnoty ukazovateľa EVA a hodnotu podniku „ničí“. V prípade, že skutočné náklady na vlastný kapitál sú rovnaké ako EVA ZERO, podnik dosahuje nulovú hodnotu ukazovateľa EVA a teda svoju hodnotu „neničí“ ale ani „nezveľaďuje“.

Príklad: EVA ZERO

Podnik ALFA dosiahol v poslednom roku prevádzkový zisk po zdanení vo výške 300 tis. eur. Pri svojej činnosti využíval vlastný kapitál v objeme 800 tis. eur, nákladové úroky vykazoval vo výške 25 tis. eur a daň z príjmov bola 20 %.

Výpočet (hodnoty sú v tis. eur):

$$EVA \text{ ZERO} = \frac{NOPAT - N_{CK}}{VK}$$

$$EVA \text{ ZERO} = \frac{300 - 25 \times (1 - 0,2)}{800}$$

$$EVA \text{ ZERO} = 0,35 = 35 \%$$

* Pozn.: Výraz (1-0,2) predstavuje očistenie nákladových úrokov o úrokový daňový štít.

EVA ZERO je vo výške 35 %. Ak sú skutočné náklady na vlastný kapitál nižšie ako 35 %, podnik ALFA tvorí ekonomickú pridanú hodnotu.

Takto skonštruovaný ukazovateľ má veľmi dobré praktické využitie. **Eliminuje vznik potenciálnych**

odchýlok vo vyčíslení EVA zapríčinených nesprávnym stanovením nákladov na vlastný kapitál. Rôzni analytici by mali na základe vstupných údajov, ktoré majú o analyzovanom podniku k dispozícii, dospieť k rovnakej hodnote EVA ZERO. Každý vlastník na základe svojich preferencií a požiadaviek na zhodnotenie ním vloženého kapitálu do podniku vie pomerne jednoducho určiť, či podnik jeho kapitál zveľaďuje alebo znehodnocuje. A v neposlednom rade je prostredníctvom ukazovateľa EVA ZERO možné veľmi jednoducho porovnávať podniky navzájom, prípadne porovnávať výkonnosť analyzovaného podniku v čase. Ak podniky pôsobiace v identickom odvetví (tzn. že ide o podniky, ktorých vlastníci nemajú relevantný dôvod požadovať za svoj vklad výrazne odlišnú mieru výnosnosti) dosahujú rozdielne hodnoty EVA ZERO, lepšie hospodári s vloženým kapitálom ten podnik, ktorého hodnota EVA ZERO je vyššia. Takto sa **môžu porovnávať nielen podniky v rámci jedného odvetvia, ale aj podnikateľské subjekty pôsobiace v rámci rôznych odvetví** a to bez ohľadu na ich veľkosť alebo predmet činnosti. Manažéri ďalej dokážu porovnávať svoj podnik s okolím alebo vnútropodnikové strategické podnikateľské jednotky navzájom.

Príklad: Porovnanie podnikov na základe EVA ZERO

Podnik ALFA dosahuje hodnotu EVA ZERO vo výške 35 %, konkurenčný podnik ZETA dosahuje hodnoty tohto ukazovateľa vo výške 17 %. Ktorý podnik je výkonnejší?

Podnik ALFA dosahuje kladnú hodnotu EVA až do úrovne, pri ktorej vlastníci požadujú 35 %-né zhodnotenie nimi vloženého kapitálu. Podnik ZETA naopak zveľaďuje hodnotu vlastníkov iba v prípade, ak požadovaná miera zhodnotenia vlastného kapitálu nepresahuje 17 %. Je zrejmé, že podnik ALFA je výkonnejší, pretože umožňuje uspokojiť omnoho vyššie nároky vlastníkov a dosahovať pritom kladnú ekonomickú pridanú hodnotu.

Investor prostredníctvom ukazovateľa EVA ZERO získava cenné informácie o tom, **ako efektívne jednotlivé subjekty na trhu dokážu zhodnocovať kapitál, ktorý majú k dispozícii.** Pritom rizikovosť odvetvia či samotného podniku bude vplývať na ním stanovenú výšku požadovanej miery výnosnosti. Ak napr. dva podniky budú dosahovať identické hodnoty

EVA ZERO, pričom jeden z nich bude pôsobiť v rizikovejšom odvetví, pre investora bude atraktívnejší podnik pôsobiaci v menej rizikovom odvetví, nakoľko rozdiel medzi EVA ZERO a požadovanou mierou výnosnosti bude v tomto prípade vyšší, než v prípade rizikovejšieho podniku. Čím väčší je rozdiel medzi EVA ZERO a požadovaným výnosom investora, tým je vyššia efektivita v zhodnocovaní kapitálu podnikateľským subjektom.

Takýmto postupom sú eliminované všetky podstatné nedostatky pôvodného ukazovateľa EVA a finanční analytici získavajú cenný nástroj, pomocou ktorého dokážu zlepšiť medzipodnikový alebo vnútropodnikový benchmarking, s využitím ukazovateľa vychádzajúceho z koncepcie ekonomickej pridanej hodnoty.

*Autormi článku sú Ing. Eudovít Šrenkel, PhD.
a Ing. Marián Smorada, PhD.*

*Katedra podnikových financií,
Fakulta podnikového manažmentu EU v Bratislave*

Literatúra:

- KISLINGEROVÁ, E.: Využitie modelu EVA na stanovenie hodnoty podniku. In: *BIATEC Odborný bankový časopis*, 2000, roč. 8, č. 11, ISSN: 1335-0900.
- MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- MARKOVIČ, P. 2009. Využitie ukazovateľa EVA pri medzipodnikovom porovnaní. In: *Finančný manažment a controlling v praxi*, ISSN: 1337-7574, roč. 2009, č. 11.
- SOVÍKOVÁ, D. 2013. EVA Momentum. In *Finančný manažér*. ISSN: 1335-5813, 2013, roč. XIII., č. 4, s. 25 – 29.
- STEWART B. 2009. EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story. In *Journal of Applied Corporate Finance*. ISSN 1078-1196, roč. 21, č. 2, s. 74-86.
- ZALAI, K. a kol: *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2, 2013, 471 s. ISBN: 978-80-89393-80-0.

- ¹ Pozn.: Príspevok je výsledkom riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0008/14 „Kľúčové trendy vo finančnom rozhodovaní manažérov v podmienkach nestabilných finančných trhov“.
- ² KISLINGEROVÁ, E. 2000. Využitie modelu EVA na stanovenie hodnoty podniku. In: *BIATEC Odborný bankový časopis*. 2000, roč. 8, č. 11, ISSN: 1335-0900
- ³ ZALAI, K. a kol: *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2, 2013, s. 296. ISBN: 978-80-89393-80-0
- ⁴ SOVÍKOVÁ, D. 2013. EVA Momentum. In *Finančný manažér*. ISSN: 1335-5813, 2013, roč. XIII., č. 4, s. 25 – 29.
- ⁵ MARKOVIČ, P. 2009. Využitie ukazovateľa EVA pri medzipodnikovom porovnaní. In: *Finančný manažment a controlling v praxi*, ISSN: 1337-7574, roč. 2009, č. 11, s. 628.
- ⁶ MAŘÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha : Ekopress, 2005. s. 65. ISBN 80-86119-61-0.
- ⁷ STEWART B. 2009. EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story. In *Journal of Applied Corporate Finance*. ISSN 1078-1196, roč. 21, č. 2, s. 74-86.

Podnikateľská aktivita na Slovensku: GEM 2011-2013

Anna PILKOVÁ, Marian HOLIENKA

V roku 2013 sa na Slovensku už po tretíkrát realizoval projekt Globálny monitor podnikania (Global Entrepreneurship Monitor - GEM), svetovo najväčšia akademická štúdia zameraná na skúmanie a hodnotenie podnikateľskej dynamiky a podmienok na podnikanie. Národným koordinátorom a realizátorom projektu je Fakulta managementu Univerzity Komenského v Bratislave, s podporou Národnej agentúry pre rozvoj malého a stredného podnikania (NADSME) - od 1. marca 2014 Slovak Business Agency (SBA), a Stredoeurópskej nadácie (CEF). Vďaka medzinárodne harmonizovanej metodike a rozrastajúcemu sa časovému radu dát majú užívatelia informácií z radov tvorcov politík, vzdelávacích a výskumných inštitúcií, podnikateľov či odbornej i širokej verejnosti k dispozícii stále cennejšie poznatky o podnikaní na Slovensku, a to tak v medzinárodnom kontexte, ako aj z hľadiska vývoja v čase.

Jedným z poznatkov, ktoré GEM ponúka, je aj zhodnotenie podnikateľskej aktivity jednotlivcov. Práve skúmanie podnikateľskej aktivity, ako aj postojov k podnikaniu a ambícií podnikateľov na individuálnej úrovni, ktoré patrí medzi základné charakteristiky projektu GEM, je dobrou базou poznatkov o kvantite ako aj kvalite podnikania v krajine. Keďže nositeľom podnikania je vždy jednotlivec - podnikateľ, bez ohľadu na právnu formu podnikania, takáto perspektíva bezprostredne odráža úlohu a stav podnikania ako celospoločenského fenoménu.

PROCES PODNIKANIA A PODNIKATEĽSKÁ AKTIVITA: PERSPEKTÍVA GEM

GEM podnikanie vníma ako proces, nie ako jednorazovú udalosť. Aj preto sa v prieskume na reprezentatívnej vzorke dospelých populácie zameriava na celý rozsah tohto procesu, a hodnotí tak potenciál podni-

kania či zámer začať podnikateľ, ako aj samotnú podnikateľskú aktivitu, od rodiacej sa cez novú až po etablovanú. Potenciál podnikania je prvou etapou skúmania, keďže práve na základe vnímania dobrých podnikateľských príležitostí a zároveň dôvery vo vlastné podnikateľské schopnosti a zručnosti vznikajú u jednotlivcov korene podnikateľskej aktivity. Následným krokom je analýza zámeru začať podnikateľ. Ten je výsledkom nielen podnikateľského potenciálu jednotlivcov, ale aj ich zhodnotenia potenciálnych benefitov a rizík či nákladov obetovanej príležitosti oproti iným možnostiam (ak sú dostupné), ako aj stavu a podpory podnikateľského prostredia, v ktorom by zamýšľané podnikanie malo prebiehať. Samotná podnikateľská aktivita sa tiež z pohľadu procesu podnikania delí. Počiatočná aktivita zahŕňa jednotlivcov vo fáze rodiaceho sa podnikania (aktívne rozbiehajú podnikanie, ktoré zatiaľ negenerovalo príjmy dlhšie ako 3 mesiace) a nového podnikania (vlastnia a vedú podnikanie, ktoré generuje príjmy viac ako 3 mesiace avšak menej ako 3,5 roka). Napokon, po úspešnom prežití fázy rodiaceho sa a nového podnikania hovoríme o etablovanej podnikateľskej aktivite, ktorá zahŕňa jednotlivcov vlastniacich a vedúcich podnikanie dlhšie ako 3,5 roka.

Zaujímavým pohľadom na podnikateľskú aktivitu jednotlivcov je profil procesu podnikania, nazývaný aj „podnikateľský lievik“ (z angl. orig. „entrepreneurial pipeline“). Ten zobrazuje a porovnáva všetky spomenuté fázy procesu podnikania z hľadiska ich kvantity. Skúma tak vývoj naprieč celým procesom, od prvotného potenciálu podnikateľ po etablované podnikanie. Jednotlivé analyzované ukazovatele sú charakterizované v Tabuľke 1. Na základe tohto pohľadu tak možno získať základný súhrnný obraz o podnikateľskej aktivite v krajine.

Tabuľka 1: Fázy procesu podnikania: definícia ukazovateľov

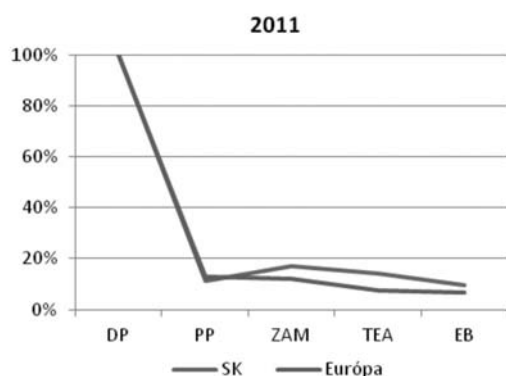
Ukazovateľ	Definícia
Dospelá populácia (DP)	jednotlivci v produktívnom veku (18-64 rokov)
Potenciálni podnikatelia (PP)	% jednotlivcov z dospelaj populácie, ktorí vnímajú dobré príležitosti pre začatie podnikania a zároveň veria, že majú potrebné schopnosti pre začatie podnikania
Zámer začať podnikat' (ZAM)	% jednotlivcov z dospelaj populácie (okrem podnikateľov), ktorí majú zámer začať podnikat' v najbližších 3 rokoch
Celková počiatočná podnikateľská aktivita (TEA)	% jednotlivcov z dospelaj populácie, ktorí sú aktívne zapojených v rozbiehaní podnikania alebo vlastnia a vedú nové podnikanie (do 3,5 roka)
Etablované podnikanie (EB)	% jednotlivcov z dospelaj populácie, ktorí vlastnia a vedú etablované podnikanie (dlhšie ako 3,5 roka)

Vizualizácia profilu procesu podnikania, teda „podnikateľského lieviku“ na Slovensku v rokoch 2011 až 2013 je zobrazená na Grafoch 1 až 3. Pre prvé dva roky je k dispozícii tiež porovnanie s priemerom krajín Európy. Príslušné dáta uvádzame v Tabuľke 2.

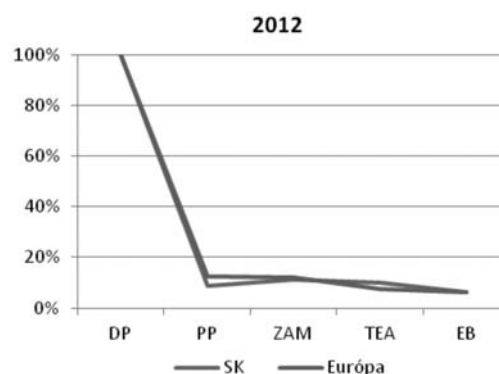
Tabuľka 2: Profil procesu podnikania na Slovensku (dáta), 2011-2013

Ukazovateľ	Slovensko			Európa (priemer)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Potenciálni podnikatelia (PP)	11,3%	8,7%	8,0%	12,9%	12,7%	NA
Zámer začať podnikat' (ZAM)	17,0%	11,2%	15,8%	12,2%	12,3%	NA
Celková počiatočná podnikateľská aktivita (TEA)	14,2%	10,2%	9,5%	7,6%	7,7%	7,9%
Etablované podnikanie (EB)	9,6%	6,4%	5,4%	6,5%	6,4%	6,3%

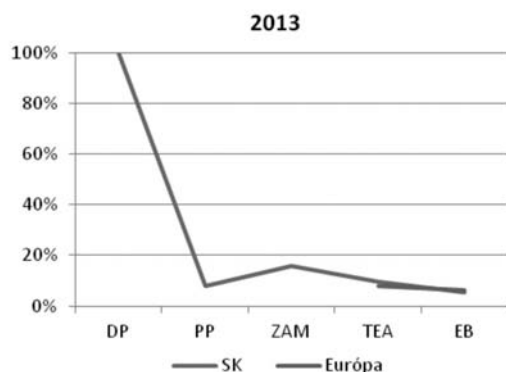
Graf 1: Profil procesu podnikania na Slovensku, 2011



Graf 2: Profil procesu podnikania na Slovensku, 2012



Graf 3: Profil procesu podnikania na Slovensku, 2013



Ako vyplýva z Grafov 1 až 3, potenciálnych podnikateľov na Slovensku postupne ubúda. Navyše, vo všetkých troch rokoch možno v profile procesu podnikania na Slovensku sledovať vzor, kde podiel jednotlivcov, ktorí plánujú začať podnikáť prevyšuje percento potenciálnych podnikateľov, teda tých, ktorí majú nielen sebavedomie, ale vidia aj vhodné príležitosti pre začatie podnikania. Možným vysvetlením tohto nepomeru, ktorý odlišuje Slovákov od priemeru Európy, môže byť vysoký podiel začínania podnikania z nevyhnutnosti (teda pre neexistenciu inej možnosti zamestnania resp. zabezpečenia príjmu), ktorému sa venujeme nižšie. Ďalším zaujímavým trendom je výrazný pokles vysokej podnikateľskej aktivity Slovákov, ktorá z výrazne nadpriemerných hodnôt v roku 2011 postupne v podstate splynula s priemerom Európy v roku 2013. Jednotlivým fázam procesu podnikania,

zobrazeným v jeho profile sa venujeme v nasledovných častiach tohto článku.

POTENCIÁL PODNIKANIA

Na Slovensku ubúda potenciálnych podnikateľov. Podnikateľské sebavedomie sa nemení, za pokles potenciálu podnikania môže zhoršujúce sa vnímanie dobrých podnikateľských príležitostí.

Potenciálni podnikatelia, ako sme už spomenuli, sú charakterizovaní ako jednotlivci, ktorí si myslia, že v ich okolí budú v najbližšom čase dobré príležitosti na začatie podnikania, a zároveň veria, že disponujú vedomosťami, schopnosťami a skúsenosťami potrebnými pre začatie podnikania. Ako vidieť z údajov v Tabuľke 3, potenciálnych podnikateľov na Slovensku postupne ubúda, pričom sa neustále vzdalujeme aj od priemeru európskych krajín. Pokiaľ bude toto číslo i naďalej klesať, môže to ovplyvniť ďalšie znižovanie aj samotnej podnikateľskej aktivity na Slovensku. Čo sa týka možných príčin znižovania podielu potenciálnych podnikateľov, kým podnikateľské sebavedomie Slovákov sa v rokoch 2011 až 2013 výrazne nemenilo a stále prekračuje priemer Európy, vnímanie dobrých príležitostí na podnikanie postupne klesá, pričom v roku 2013 je oproti priemeru Európy takmer len polovičné. Pokles počtu potenciálnych podnikateľov teda možno pripísať predovšetkým zhoršujúcemu sa vnímaniu podnikateľských príležitostí na Slovensku.

Tabuľka 3: Potenciál podnikania na Slovensku a v Európe, 2011-2013

Potenciálni podnikatelia	2011	2012	2013
Slovensko	11,3%	8,7%	8,0%
Európa (priemer)	12,9%	12,7%	NA
Vnímanie dobrých podnikateľských príležitostí	2011	2012	2013
Slovensko	23,1%	17,8%	16,1%
Európa (priemer)	32,7%	31,7%	30,1%
Podnikateľské sebavedomie	2011	2012	2013
Slovensko	52,9%	49,7%	51,0%
Európa (priemer)	42,9%	48,9%	42,1%

ZÁMER ZAČAŤ PODNIKAŤ

Zámer začať podnikat' je na Slovensku po poklese v roku 2012 opäť vysoký. Prevyšuje tak aj podiel potenciálnych podnikateľov (v roku 2013 dvojnásobne). Podnikať plánujú aj jednotlivci, ktorí nevidia príležitosti resp. neveria svojim podnikateľským zručnostiam, motívom bude pravdepodobne nevyhnutnosť.

Zámer začať podnikat' sa kvantifikuje ako podiel jednotlivcov v dospeljej populácii (z radov nepodnikateľov), ktorí v najbližších troch rokoch očakávajú, že začnú podnikat'. Práve tento ukazovateľ sa považuje za kľúčový pri predvídaní samotnej podnikateľskej aktivity. Z údajov uvedených v Tabuľke 4 vyplýva, že zámer začať podnikat' možno na Slovensku stále považovať za vysoký a nadpriemerný v európskom kontexte. Pozornosť púta fakt, že počas všetkých sledovaných rokov sa do podnikania plánovalo pustiť viac jednotlivcov než bolo tých, čo vnímajú dobré príležitosti a veria svojim podnikateľským schopnostiam. Tento jav nás odlišuje aj od priemeru krajín Európy, kde uvedené dve hodnoty sú veľmi podobné. Do popredia tak vystupuje hľadanie príčiny tohto nepomeru u Slovákov. Jedným z možných vysvetlení je skutočnosť, že významná časť počiatočnej podnikateľskej aktivity u nás je založená na nevyhnutnosti. Ako uvidíme v ďalšej časti, podiel Slovákov, ktorí začínajú podnikat' pretože nemajú inú možnosť zamestnať sa resp. zabezpečiť si príjem stále narastá.

CELKOVÁ POČIATOČNÁ PODNIKATEĽSKÁ AKTIVITA

Podiel Slovákov, ktorí rozbiehajú podnikanie postupne klesá. Vysoký náskok pred Európou postupne strácame a hrozí nám zaradenie medzi európsky priemer. Navyše, stále viac Slovákov začína podnikat' z nevyhnutnosti, keďže nemajú inú možnosť zabezpečiť si príjem.

Celková počiatočná podnikateľská aktivita (TEA) predstavuje podiel jednotlivcov v dospeljej populácii, ktorí aktívne rozbiehajú rodia sa podnikanie (ktoré zatiaľ neprinieslo príjmy dlhšie ako 3 mesiace) resp. vlastní a vedú nové podnikanie (ktoré generuje príjmy viac ako 3 mesiace avšak menej ako 3,5 roka). Ako vidieť z údajov uvedených v Tabuľke 5, v rokoch 2011 až 2013 sa hodnota TEA na Slovensku výrazne znížila. Naznačuje to, že stále menej Slovákov sa púšťa do rozbiehania nového podnikania. Naopak, priemer TEA v krajinách Európy je v sledovanom období stabilný, s miernym stúpaním. Pri prípadnom pokračovaní klesajúceho trendu na Slovensku tak spejeme k splynutiu s európskym priemerom, kým v roku 2011 sme ho takmer dvojnásobne prevyšovali. Pokles TEA sme zaznamenali napriek stále vysokému zámeru podnikat', čo naznačuje, že stále menej jednotlivcov napriek zámeru pustiť sa do podnikania tak v skutočnosti aj urobí. Okrem kvantitatívnej stránky TEA Slovensko zaznamenalo nepriaznivý vývoj aj v jej kvalitatívnej skladbe. V roku 2013 za zvýšil podiel jednotlivcov, ktorí začínajú podnikat' z nevyhnutnosti na 40%, čím sa vyrovnal podielu jednotlivcov, ktorých do podnikania motivovala príležitosť zvýšenia príjmu či získania nezávislosti. Tento nepriaznivý stav môže byť aj jednou z príčin, prečo podnikat' plánuje viac ľudí, než je tých, čo vidia dobré príležitosti a veria svojim schopnostiam. Pre porovnanie, v prípade európskych krajín motív príležitosti prevyšuje nevyhnutnosť v roku 2013 takmer dvojnásobne, pričom tak podiel TEA založenej na príležitosti ako aj na nevyhnutnosti je medziročne pomerne stabilný.

ETABLOVANÉ PODNIKANIE

Etablovaných podnikateľov na Slovensku postupne ubúda. Kým v roku 2011 sme boli v rámci Európy vysoko nadpriemerní, v roku 2013 sme boli už pod európskym priemerom.

Tabuľka 4: Zámer začať podnikat' na Slovensku a v Európe, 2011-2013

Zámer začať podnikat'	2011	2012	2013
Slovensko	17,0%	11,2%	15,8%
Európa (priemer)	12,2%	12,3%	NA

Tabuľka 5: Počiatočná podnikateľská aktivita (TEA) na Slovensku a v Európe, 2011-2013

TEA	2011	2012	2013
Slovensko	14,2%	10,2%	9,5%
Európa (priemer)	7,6%	7,7%	7,9%
% TEA založené na príležitosti	2011	2012	2013
Slovensko	33,9%	43,0%	40,2%
Európa (priemer)	48,8%	46,0%	46,3%
% TEA založené na nevyhnutnosti	2011	2012	2013
Slovensko	27,6%	36,0%	40,2%
Európa (priemer)	23,5%	23,7%	24,6%

Mieru etablovaného podnikania (EB) možno charakterizovať ako podiel jednotlivcov v dospelej populácii, ktorí vlastnia a vedú podnikanie dlhšie ako 3,5 roka. Ide o podnikateľov, ktorí prekonalí počiatočné nástrahy podnikania a dokázali sa udržať na trhu, čo logicky predstavuje finálnu fázu procesu podnikania (keď neberieme do úvahy jeho prípadné ukončenie ako ohraničenie tohto procesu). Z údajov prezentovaných v Tabuľke 6 vyplýva, že podiel etablovaných podnikateľov na Slovensku sa v sledovanom období znížil takmer na polovicu. Tento nepriaznivý trend tak kopíruje pokles počiatočnej podnikateľskej aktivity. Rovnako ako v prípade TEA, aj pri EB bol priemer európskych krajín medziročne stabilný, vďaka čomu sa Slovensko z vysoko nadpriemernej situácie dostalo v miere etablovaného podnikania pod priemer krajín Európy.

ZHRNUTIE

Podnikateľská aktivita jednotlivcov je jednou zo základných merateľných charakteristík podnikania na

úrovni krajín. Profil podnikateľského procesu naprieč jeho fázami ponúka cenný pohľad na postupnú konverziu od podnikateľského potenciálu až po etablovanú aktivitu, ktorá prežije úskalia počiatočného podnikania. Z pohľadu kvantity aj kvality podnikateľského profilu však pohľad na vývoj v rokoch 2011 až 2013 na Slovensku nie je optimistický. Potenciál podnikat' sa znižuje, čo predstavuje negatívny vplyv na profil podnikateľského procesu už na samotnom začiatku, najmä z kvalitatívneho hľadiska. Naopak, stále vysoký zámer podnikat' je síce priaznivý z hľadiska kvantity, no jeho výška skôr nasvedčuje tomu, že mnoho Slovákov zvažuje podnikanie aj z dôvodu nevyhnutnosti. Tento jav následne vidíme aj v samotnej podnikateľskej aktivite. Podiel počiatočných podnikateľov v dospelej populácii klesá, pričom naopak rastie podiel podnikateľov z nevyhnutnosti. Rovnako sa zmenšuje aj množina etablovaných podnikateľov. Vďaka týmto trendom Slovensko stráca v Európe postavenie podnikateľsky nadpriemerne aktívnej krajiny.

Tabuľka 6: Etablované podnikanie (EB) na Slovensku a v Európe, 2011-2013

Etablované podnikanie	2011	2012	2013
Slovensko	9,6%	6,4%	5,4%
Európa (priemer)	6,5%	6,4%	6,3%

Napriek nepriaznivým zisteniam však Slovensko stále môže zvrátiť nelichotivý vývoj a stavať na doterajších silných stránkach podnikateľskej aktivity. To však bude vyžadovať úsilie všetkých zainteresovaných (od tvorcov politík cez poskytovateľov vzdelávania), a predovšetkým zlepšenie podmienok prostredia, v ktorom sa podnikateľská aktivita na Slovensku odohráva.

ČO JE TO GEM?

Globálny monitor podnikania (Global Entrepreneurship Monitor - GEM) je najväčšou svetovou akademickou štúdiou o podnikaní a jeho dynamike. Rok 2013 bol jej jubilejným 15. ročníkom. V tomto roku bolo do projektu GEM zapojených 70 krajín z celého sveta, kde sa prieskumov zúčastnilo spolu 197 000 jednotlivcov a 3 800 expertov. Toto pokrytie zodpovedá približne 75% svetovej populácie a 90% celkového svetového HDP. Slovensko bolo v roku 2013 súčasťou projektu GEM už tretíkrát v rade, a to najmä vďaka úsiliu Fakulty managementu Univerzity Komenského v Bratislave, ktorá je národným koordinátorom projektu GEM pre Slovensko, a podpore Národnej agentúry pre rozvoj malého a stredného podnikania (NARMSP) - od 1. marca 2014 Slovak Business Agency (SBA).

GEM je založený na dátach z dvoch prieskumov. Kým jeden prieskum je zameraný na hodnotenie postojov, aktivít a aspirácií dospeléj populácie v podnikaní, druhý analyzuje podmienky na podnikanie

z pohľadu expertov z rôznych oblastí spojených s podnikaním. Oba prieskumy sú každoročne realizované vo všetkých zúčastnených krajinách v rovnakej podobe a na základe rovnakej prepracovanej metodiky, čo ponúka medzinárodne harmonizované a porovnateľné výsledky, a tiež možnosť skúmania vývoja problematiky podnikania v čase.

GEM je cenným zdrojom dát pre vedu a výskum, a predstavuje jeden zo základných zdrojov súčasného poznania a chápania podnikania, jeho determinantov, charakteristík a prínosov na úrovni jednotlivcov, regiónov, krajín, medzinárodných zoskupení či z globálneho hľadiska. Navyše, GEM nemožno vnímať napriek akademickej povahe, ktorá je nevyhnutná pre uchovanie vysokej odbornej hodnoty ako projekt, ktorého prínosy neprekračujú brány univerzít. Naopak, poznatky GEM sú využívané pri tvorbe stratégií a politík na úrovni medzinárodných organizácií (EÚ, OECD) aj jednotlivých krajín či regiónov, pri tvorbe vzdelávacích programov, či v rámci formulácie špecifických programov zameraných na rozvoj vybraných oblastí podnikania.

*Autormi článku sú
doc. Ing. Anna Pilková, PhD. MBA
a Mgr. Marian Holienka, PhD.
z Fakulty managementu Univerzity Komenského
v Bratislave*

Výhody a nevýhody algoritmického obchodovania

Miroslav KMEŤKO – Pavel ŠKRINIAR

Obchodovanie na finančnom trhu môžeme charakterizovať ako investovanie respektíve ako krátkodobú špekuláciu. Základným cieľom oboch prístupov je to isté: dosiahnuť zisk z obchodovania. Rozdielom však zostáva, ako dlho trvá, kým sa zisk dosiahne, a zároveň aká je jeho veľkosť vzhľadom k investovanej sume. Investovanie predstavuje použitie kapitálu na dlhšie obdobie, kým krátkodobá špekulácia znamená rýchly obrat kapitálu v krátkom časovom období a zároveň veľmi veľa krát. Obchodovanie v krátkom časovom období je v ekonomickej literatúre opisované ako obchodovanie v rámci pracovného dňa.

ALGORITMICKÉ OBCHODOVANIE

Algoritmické resp. vysokofrekvenčné obchodovanie je charakterizované rýchlejším prístupom k informáciám o cenách finančných aktív z finančného trhu, a tým aj možnosť ich následného využitia na elektronické obchodovanie. Základným predpokladom pre vysoko-frekvenčné obchodovanie je najmä rýchly prístup k údajom. Rýchly prístup sa v dnešnej dobe už neráta na sekundy, ale len na milisekundy. K aktuálnemu súčasnému trendu veľmi rýchleho prístupu k finančným dátam sa prispôbujú nielen burzy či brokeri ale aj spoločnosti zaoberajúce sa technickými zariadeniami a tiež optickými káblami. V neposlednom rade sú to aj spoločnosti zaoberajúce sa distribúciou finančných dát. Práve posledne menované spoločnosti spolu s brokermi lokalizujú svoje technické zariadenia čo najbližšie k zdroju dát - k burzám. To znamená, že si ich priamo od búrz prenajímajú.

Princípom tohto typu obchodovania je skúmanie historického vývoja cien finančných aktív. Na základe historického vývoja je následne vytvorený matematicko-štatistický vzorec. Poslednou fázou je implementácia vzorca do informačného systému. Matematický algoritmus následne realizuje obchodné

pokyny na kúpu a predaj. Ľudský faktor pri tomto spôsobe obchodovania zohráva len kontrolnú úlohu. Na jednej strane tak odpadajú ľudské emócie (možno hlavná príčina neúspechu) a na druhej strane tu nie je výlučné spoľahnutie sa na výpočtovú techniku a na matematicko-štatistické vzorce.

Charakteristika vysoko-frekvenčného obchodovania podľa všeobecnej definície Securities Exchange Commission (SEC) má tieto prvky:

1. použitie vysoko-rýchlostných komplexných počítačových programov a zariadení pre uskutočnenie obchodov
2. použitie počítačových zariadení zo účelom rýchleho prístupu k dátam k zníženiu latencie (doba prístupu k dátam a tiež odoslaniu dát)
3. extrémne krátke časové obdobie medzi otvorením a uzatvorením pozície
4. podanie veľkého počtu pokynov a ich rýchleho rušenia
5. uzatvorenie obchodného dňa bez otvorených pozícií.

Vývoj obchodovania na finančnom trhu by sme tak mohli charakterizovať podľa jeho prístupnosti pre investorov z historického vývoja nasledovne:

Pôvodne regionálne burzy, respektíve mimoburzové obchodovanie, sa postupným vývojom dostalo za svoje hranice. Burzy na to reagovali postupným spájaním sa nielen na regionálnej úrovni, ale následne aj na úrovni medzinárodnej. Ako príklad môže slúžiť spojenie sa hlavných komoditných búrz v USA – Chicago Mercantile Exchange (CME) spolu s Chicago Board of Trade (CBOT) vrátane New York Mercantile Exchange (NYMEX) a aj Commodity Exchange (COMEX). Týmto vznikla jedna komoditná burza CME Group. Spojenie búrz na medzinárodnom zá-

klade môžeme demonštrovať na príklade fúzie New York Stock Exchange (NYSE) s London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) spolu s Euronext, čo bola európska burza s cennými papiermi. Nová burza nesie názov NYSE Liffe.

Potrebou rýchleho prístupu k dátam a čo najbližšie k zdroju dát sa burzy opäť stávajú skôr regionálne. Pokiaľ brokeri z regionálne odlišných častí sveta majú záujem o rýchly prístup naň a profitovať na ňom, potrebujú počítať s dodatočnými nákladmi. Tie sú spôsobené prenájmom alebo kúpou technologického zariadenia v blízkosti búrz.

OBCHODOVANIE S AKCIAMI

Súčasný výskum vysoko-frekvenčného obchodovania sa v ekonomickej teórii zaoberá problémom, ako toto obchodovanie ovplyvňuje situáciu na kapitálovom trhu. Názor regulátorov je, že obchodníci s trhom manipulujú a je im v podstate jedno ktorým smerom. Ich zisky sú realizované tak na rastúcom ako aj na trhu klesajúcom.

Kapitálový trh sa tak stáva menej efektívny a ceny akcií preto neodzrkadľujú ich skutočnú hodnotu. Úlohou regulátorov však je, aby podobným praktikám manipulácie trhu predchádzali. Aj preto žiadajú, aby algoritmy, ktoré využívajú obchodníci pri obchodovaní mohli kontrolovať. Čo je z hľadiska regulátorov úplne pochopiteľné, je z pohľadu obchodníkov neakceptovateľné. Vytvorenie ideálneho algoritmu si vyžaduje množstvo času a nákladov. Tie vznikajú získavaním údajov a neustálym testovaním vhodnosti príslušného algoritmu. S tým sú aj úzko spojené náklady na personál, ktoré nie sú zanedbateľné. Vytvorenie vhodného algoritmu znamená pre obchodníka očakávané vysoké zisky. A na týchto budúcich ziskoch chcú participovať aj tí, ktorí daný obchodný systém vytvárajú. Celý obchodný systém je preto považovaný za know-how spoločnosti a jeho prezradenie môže takýto obchodný systém narušiť. To si vyžiada dodatočné náklady na jeho optimalizáciu. Obchodníci sa tak právom môžu pýtať regulátorov na záruky, že zamestnanci regulátorov s prístupom ku know-how obchodníkov zostanú zamestnancami regulátorov a neprejdú ku konkurencii. Ide o hlavný sporný bod vzťahu regulátora a obchodníkov na kapitálovom trhu.

Vysoko-frekvenčné obchodovanie nepredstavuje iba jeden typ obchodovania, ale zahŕňa viacero mož-

ností. Tie sú charakterizované v práci Arnuka a Saluzziho nasledovne¹:

- obchodníci na rabat likvidity
- algoritmickí dravci
- automatizovaní tvorcovia trhu
- programátorskí obchodníci

Obchodníci na rabat likvidity

Vysvetlenie princípu, na ktorom je tento typ obchodovania založený, spočíva v pochopení, ako sú platené poplatky burzám. Niektoré elektronické systémy obchodovania (Electronic Communication Network – ECN) používajú na prilákanie investorov špecifické typy poplatkov.

Algoritmickí dravci

Princíp obchodovania algoritmických dravcov je na začiatku podobný ako u obchodníkov na rabat likvidity. Pokiaľ je algoritmickým dravcom zaregistrovaný pokyn na kúpu akcií za cenu vyššiu, ako je aktuálna najlepšia ponuka na kúpu, tak sa spustí systém postupného zvyšovania ceny. Cena sa týmto umelo zvyšuje až po limitnú cenu nákupu. Následne sa pri tejto cene realizuje obchod.

Na prezentovanie tohto systému obchodovania môžeme použiť nasledujúci príklad. Predpokladajme, že investor zadá limitnú cenu nákupu nejakej akcie na hodnotu 10,40 amerického dolára, keď je na trhu najlepší dopyt aktuálne na hodnote 10,20 amerického dolára. Algoritmický dravec cenu zvýši o 1 cent. Nasleduje dorovnanie ceny investorom na hodnotu 10,21 dolára. Algoritmický dravec cenu opäť zvýši o 1 cent. Investor opäť cenu vyrovná. Ceny sa menia rýchlo a sú sprevádzané nízkymi objemami akcií. Dosiahnutím ceny 10,40 dolára za akciu nastáva reakcia algoritmického dravca. Investorovi predá akcie na krátko. Toto „umelé“ zvyšovanie ceny sa následne prejaví poklesom, pretože už na trhu nie sú tí, ktorí ceny akcií zvyšovali. Zisk algoritmického dravca spočíva v tom, že po prudkom náraste ceny akcie má krátku pozíciu, ktorá je vyrovnaná v následnom poklese ceny akcie. Rozdiel v predajnej a nákupnej cene je zisk algoritmického dravca.

Automatizovaní tvorcovia trhu

Tvorcovia trhu sú špecializované brokerské spoločnosti dodávajú akciovému trhu likviditu. Pre rôzne akcie sú na akciovom burzovom trhu určené rôzni

tvorcovia trhu. Ich hlavnou úlohou je pre danú akciu poskytnúť ponuku aj dopyt. Jeho hlavný zdroj zisku je rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou. V odbornej literatúre sa tento rozdiel nazýva anglickým názvom bid-ask spread. Tvorca trhu postupne posúva ceny tak, aby sa mu podarilo realizovať obchody. Zmenou ceny hľadá takú cenu, ktorú je niekto ochotný akceptovať. Automatizovaní tvorcovia trhu pôsobia podobne ako klasickí tvorcovia trhu. Ich prioritnou snahou je dostať sa k informácii, ktorá cena je pre investora akceptovateľná. K tejto informácii sa dostane prostredníctvom realizácie takzvaných „pingov“. „Ping“ je prevzatý z počítačovej terminológie a označuje rýchlosť v počítačovej sieti a je meraný v milisekundách koľko trvá odozva medzi dvomi počítačmi.

Na podobnom princípe je založené obchodovanie aj automatizovaného tvorcu trhu. Do obchodného systému zadá „ping“, t.j. nejakú ponuku na akcie. Pokiaľ táto ponuka nie je realizovaná, tak je okamžite stiahnutá a nasleduje nový „ping“ so zmenenou cenou. Ak nová cena opäť nie je akceptovaná, tak je následne zrušená. A toto sa opakuje až pokiaľ cena nie je akceptovaná a je tak zistené, za aký limit je niekto ochotný nakupovať. Následne sa automatizovaný tvorca trhu snaží kúpiť danú akciu za cenu nižšiu, aby ju následne mohol prediť za predtým zistenú cenu. Toto sa považuje za jeho výhodu, na základe ktorej produkuje zisky.

Princíp automatizovaného tvorcu trhu budeme demonštrovať na nasledujúcom príklade s použitím cien akcií. Ponúkne sa istý počet akcií za cenu napríklad 10,10 amerického dolára. Pokiaľ nenasleduje akceptácia investorom, je tento prvý „ping“ okamžite zrušený. Následne je zaslaný nový „ping“ s nižšou cenou a pokiaľ opäť nie je akceptovaný, je následne opäť okamžite zrušený.

Takto to pokračuje pokiaľ sa obchod nezrealizuje. Realizácia obchodu je práve tá dôležitá informácia, ktorú automatizovaný tvorca trhu potrebuje. Týmto zistil, za akú cenu je investor ochotný nakupovať. Ak je to napríklad 9,05 amerického dolára tak sa snaží prekročiť najlepšiu ponuku na nákup, predpokladajme vo výške 9 amerických dolárov. Túto ponuku zvýši na úroveň 9,01 amerického dolára. Získaním akcií za nižšiu cenu a s využitím informácie o limitnej cene investora dosahuje zisk, v našom príklade vo výške 4 americké centy na akciu. Je to síce malý zisk

na akciu, ale je opäť si dôležité uvedomiť, že sa realizuje vo veľkých počtoch akcií.

Programátorský obchodníci

Tento typ obchodovania je založený na kúpe alebo predaji malého počtu akcií. Ide síce o malý počet akcií, ale pri veľkom počte obchodovateľných spoločností. Nastáva tak posun celého trhu, na ktorý reagujú aj ďalší vysoko-frekvenční obchodníci. Ich zisk nie je priamo napojený na posun v cenách akcií ale skôr na použití derivátov, ktoré niekoľko násobne zvyšujú zisk v posune trhu. Ako príklad môžeme uviesť futures na index kapitálového trhu alebo tiež opcie na index.

VÝHODY A NEVÝHODY ALGORITMICKÉHO OBCHODOVANIA

Názory na vysoko-frekvenčné obchodovanie sú rôzne. Spoločnosti používajúce vysoko-frekvenčné obchodovanie však jednoznačne dosahujú vysoké zisky. Sú aj názory, že tento typ obchodovania prináša na trh volatilitu.

Ako hlavné výhody algoritmického obchodovania môžeme uviesť nasledovné:

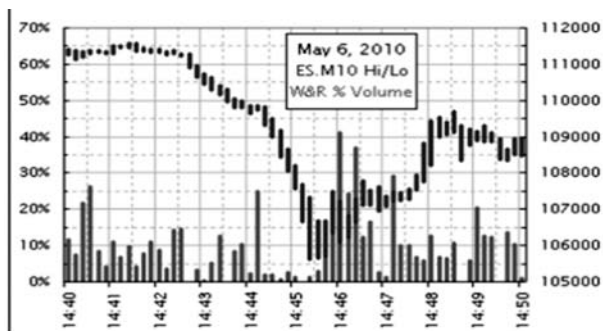
- dodávanie likvidity jednotlivým častiam finančného trhu
- často dodávajú najlepšiu ponuku a dopyt
- znižujú rozdiel medzi najlepšou ponukou a dopytom
- vstupuje do tvorby cien podkladových aktív a zamedzuje možnostiam arbitráže
- zvyšuje konkurenciu medzi jednotlivými burzami a technológiu
- umožňujú zmenu poplatkovej politiky búrz, pretože rastom objemu obchodovania sa zvyšujú poplatky účtované burzou, čo umožňuje ich znižovanie
- firmy realizujúce vysoko-frekvenčné obchodovanie sú prevažne také, ktoré využívajú vlastný kapitál na zhodnotenie a je tak malá možnosť znehodnotenia peňazí ich klientov
- možný vznik nových elektronických obchodných systém ako konkurencia tradičných búrz

Za nevýhody algoritmického obchodovania uvádzame:

- nárast pokynov na kúpu a predaj, ktoré sú často následne veľmi rýchlo rušené

- často sa uvádza aj nárast volatility cien aktív, ale toto sa zatiaľ v ekonomickej literatúre jednoznačne nepreukázalo
- vytváranie tlaku na neustále vykonávanie dodatočných nákladov v podobe nových technologických zariadení
- najväčšia je ale obava, že algoritmické obchodné systémy môžu spôsobiť kolaps trhu a tento kolaps bude realizovaný vo veľmi krátkom čase

Zdroj: www.nanex.net/FlashCrashFinal/FlashCrashAnalysis_SECResponse-1.html



ZÁVEROM

Regulácia vysoko-frekvenčného obchodovania sa skôr prenáša do technologickej roviny. Poznaním rôznych foriem vysoko-frekvenčného obchodovania sa aj regulácia obchodovania stáva jednoduchšia. Najjednoduchším prístupom je limitovanie času počas ktorého musí byť pokyn zadáný v obchodnom systéme burzy alebo brokera. Algoritmické obchodovanie stačí limitovať aby pokyn na obchod bol v

obchodnom systéme napríklad na 1 sekundu. Táto doba stačí na to, aby bolo eliminované „pingovanie“ do obchodného systému. Už počas tejto relatívne krátkej doby nemôžu vysoko-frekvenční obchodníci rušiť následne svoje pokyny. Čo ich samých z trhu eliminuje. Na druhej strane celý výskum vysoko-frekvenčného obchodovania a jeho praktické aplikácie na jednotlivých finančných trhoch je neustále vo vývoji a je len otázkou času kedy budú vytvorené nové obchodné systémy.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] PORTER, M. E. 1990. *The Competitive Advantage of Nations*. New York : The Free Press, 1990. 855 s. ISBN 0-02-925361-6
- [2] KIRILENKO, A. - KYLE, S.A. - SAMADI, M. - TUZUN, T.: *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on Electronic Markets*. 2011.
- [3] AMUK, L.S. a SALUZZI, J.: *Toxic Equity Trading Order Flow on Wall Street, The Real Force Behind the Explosion in Volume and Volatility*. A Themis Trading LLC White Paper.
- [4] <http://www.nanex.net>
- [5] <http://www.efinancialnews.com>

*Autormi článku sú
Miroslav Kmetko a Pavel Škriniar
z Fakulty podnikového manažmentu Ekonomická
univerzita v Bratislave*

¹ Arnuk, L.S. a Saluzzi, J.: *Toxic Equity Trading Order Flow on Wall Street, The Real Force Behind the Explosion in Volume and Volatility*. A Themis Trading LLC White Paper.

² Pozri napr. Brogaard, J.A.: *High Frequency Trading and its Impact on Market Quality*. 2010.

ALTERNATÍVNE MENY

Pojem alternatívna mena označuje peňažný systém, ktorý sa odlišuje od oficiálnej meny. Vyskytuje sa v rôznych formách – v peňažnej, virtuálnej, v minútach/hodinách a pod. V prípade, že alternatívna mena je naviazaná na existujúcu menu alebo priamo nahrádza oficiálnu menu, nazývame ju doplnková mena.

Alternatívne meny môžeme členiť podľa dvoch základných kritérií. Podľa „nosiča hodnoty“ poznáme virtuálne a lokálne meny. Podľa územia pôsobnosti poznáme regionálne a svetové meny.

Virtuálne meny

Virtuálne meny môžu byť – obdobne ako tradičné meny – použité na nákup tovarov a služieb. Väčšina súčasných virtuálnych mien je založených len na dôvere používateľov, ich hodnota je odvodená od ponuky a dopytu. Väčšina virtuálnych mien sa vyskytuje v digitálnej forme, mena je teda vytváraná a evidovaná elektronicky. V súčasnosti je v obehu takmer 40 virtuálnych mien. Najznámejšou sa stala mena Bitcoin.

Bitcoin je digitálna mena, ktorá existuje, na rozdiel od fyzických mien ako je dolár alebo euro, takmer úplne iba vo virtuálnom priestore. Rastúci počet podporovateľov navrhuje používanie Bitcoinu ako alternatívnej meny, s ktorou sa dajú platiť tovary a služby rovnako ako s konvenčnými menami.¹ Bitcoin je možné zakúpiť na burze, v špecializovaných zmenárňach a bankomatoch (už aj na Slovensku), priamo je ich možné získať v procese nazývanom „ťažba“ v decentralizovanej bitcoinovej počítačovej sieti.

Výhody Bitcoinu sú:

- Celkový počet Bitcoinov je obmedzený na 21 miliónov, je teda málo pravdepodobné, že by došlo k jeho znehodnoteniu prílevom veľkého množstva nových Bitcoinov.
- Na vývoj ceny Bitcoinu nemajú vplyv štátne zásahy ani manipulácia vlád jednotlivých štátov.

- Transakčné poplatky sú omnoho nižšie ako pri konvenčných menách.

Medzi nevýhody Bitcoinu patria:

- Cena hodnoty Bitcoinu bola v poslednom čase veľmi nestabilná, čo sťažuje reálne posúdenie hodnoty tejto meny.
- Relatívna anonymita bitcoinových účtov môže povzbudzovať nelegálne využitie a nedovolenú činnosť slúžiacu na podporu šedej a sivej ekonomiky, napr. daňové úniky, predaj zbraní, drog, hazardné hry alebo obchádzanie daňových kontrol.
- Nepodliehajú pod žiadnu reguláciu alebo dohľad, tým nie je stanovená žiadna ochrana vlastníkov Bitcoinov pre prípad krádeže, krachu burzy a pod.
- Primárna existencia v digitálnej forme, ich robí náchylnými k strate.
- Vysoká volatilita výmenného kurzu.

Medzi ďalšie virtuálne meny patria:

E – gold, ktorý je považovaný za predchodcu digitálnych mien. Spoluzakladateľ tejto meny Douglas Johnson umožnil užívateľom vytvoriť si vlastný účet denominovaný v gramoch zlata (prípadne v inom vzácnom kove). Umožnil tým vykonávať okamžité prevody hodnôt medzi jednotlivými účtami. Tajná služba USA (The US Secret Service) ukončila prevádzku tejto služby v roku 2007 najmä preto, že nebol v súlade s pravidlami proti praniu špinavých peňazí.

Liberty Reserve – (slobodná mena) napomáhala kriminálnym skupinám po celom svete praniu špinavých peňazí, preto sa americkí prokurátori rozhodli zakročiť proti používaniu tejto meny a podali proti nej žalobu. Milión užívateľov po celom svete, z toho pätina Američanov, vykonalo za 7 rokov vyše 55 miliónov transakcií v celkovej výške 6 mld. USD. Skupina proti Finančným zločinom Ministerstva Financíí oznámila, že Liberty Reserve sa používala pri podvodoch s kreditnými kartami, krádežiach občianstva,

investičných podvodoch, počítačových útokoch, pašovaní drog, obchode s detskou pornografiou. Podarilo sa dokázať, že tento systém bol využívaný na pranie špinavých peňazí.

Litecoin je internetová mena, ktorá umožňuje okamžité platby komukoľvek na svete. Funguje na princípe peer – to – peer. To znamená, že pri takomto type zdieľania súbory nie sú uložené na nejakom centrálnom počítači odkiaľ si ich ľudia sťahujú, ale každý kto sťahuje, zároveň v rovnakom čase aj zdieľa časť obsahu pre iných. Mena Litecoin bola založená na podobných procesoch ako Bitcoin. Na rozdiel od Bitcoinu sa však môže ťažiť efektívnejšie. Ďalším rozdielom oproti Bitcoinu je, že umožňuje rýchlejšie transakcie.

Prístup k virtuálnym menám je v jednotlivých štátoch rôzny – od úplného odmietania cez ich ponímanie ako cenné papiere až po podporovanie ich využívania.

Lokálne meny

Lokálne meny fungujú ako doplnok k oficiálnym menám. Keďže sú platné zvyčajne len na území jednej obce, regiónu, resp. komunity, ich hlavný význam spočíva v stimulácii miestnej ekonomiky. Oficiálnu menu je možné vymeniť za lokálnu menu v platnom kurze, niekedy je časť mzdy vyplácaná v lokálnej mene. Lokálnu menu nie je možné využiť na špekulatívne obchody, ich platnosť je obmedzená len ako prostriedok výmeny za tovar alebo služby.

Medzi najznámejšie **lokálne meny v Európe** patria: Chiemgauer, Brixtonská libra a BNB.

Chiemgauer vznikla v Nemecku v Prien am Chiemsee v r. 2003. Bankovky majú dobu platnosti 3 mesiace, za poplatok je možné predĺženie platnosti. Výmenný kurz je 1 Ch = 1 Euro.

Brixtonská libra je využívaná v bristonskom obvode Londýna. Vznikla v snahe ochrániť malých obchodníkov pred tlakom veľkých obchodných sietí. Bankovky majú platnosť 2 roky, výmenný kurz je 1 BL = 1 angl. libra.

BonNetzBon (BNB) je mena platná v Švajčiarsku v Bazileji. Výhodou tejto meny oproti vyššie uvedeným je možnosť získavať mikroúvery na štart družstiev, podnikov a občianskych neziskových organizácií.

Na Slovensku bola uvedená do používania mena **Širocký sokol**, ktorý je krytý majetkom obce Široké. Dá sa ňou platiť za tovar v zmluvných obchodoch. Hodnota 1šs je 1 Euro. Od 1. apríla 2014 má byť v Bratislave a vo Zvolene zavedená mena **Živec** (Bratislavský živec a Zvolenský živec), používať sa bude môcť v zapojených obchodoch. Výmenný kurz bude 1 Ž = 1 Euro.

Zdroje:

1. Ako funguje digitálna mena Bitcoin. {cit. 2014-02-13}. Dostupné na internete: <http://www.financnytrh.com/vysvetlenie-ako-funguje-digitalna-mena-bitcoin/2013-08-10/f15045>
2. www.zivica.sk/1/sk/lokalna-mena/lokalne-meny-vo-svete
3. www.zivica.sk/...mena/.../profesor-isidor-wallimann-preco-pouzivat-alter...

Autorkou článku je
doc. Ing. Mária Klimiková, PhD,
Ekonomická univerzita v Bratislave,
Národohospodárska fakulta

¹ Ako funguje digitálna mena Bitcoin. {cit. 2014-02-13}. Dostupné na internete: <<http://www.financnytrh.com/vysvetlenie-ako-funguje-digitalna-mena-bitcoin/2013-08-10/f15045>>nka, PhD.

Osobitná úprava – Zjednodušený režim „Mini One Stop Shop“ (MOSS)

Zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta nadobudne účinnosť 1. januára 2015 a umožní zdaniiteľným osobám poskytujúcim telekomunikačné služby, služby televízneho a rozhlasového vysielania a elektronické služby nezdaniteľným osobám v členských štátoch, v ktorých nemajú prevádzku, účtovať splatnú DPH na uvedené poskytnutie služieb cez webový portál v členskom štáte, v ktorom sú identifikované. Tento systém je voliteľný a ide o zjednodušujúce opatrenie po zmene pravidiel DPH týkajúcich sa miesta poskytovania služieb tak, že sa poskytovanie služieb uskutočňuje v členskom štáte zákazníka a nie v členskom štáte dodávateľa. Prostredníctvom tohto systému sa týmto zdaniiteľným osobám umožní vyhnúť sa registrácii v každom členskom štáte spotreby. V zjednodušenom režime jednotného kontaktného miesta sa odzrkadľuje systém, ktorý sa do roku 2015 zavedie pre elektronické služby poskytované nezdaniteľným osobám zo strany dodávateľov, ktorí nemajú sídlo v Európskej únii (súčasný § 68 zákona č. 222/2004 Z. z. o dani z pridanej hodnoty v znení neskorších predpisov).

V praxi v rámci úpravy podáva zdaniiteľná osoba, ktorá je zaregistrovaná v zjednodušenom režime jednotného kontaktného miesta v členskom štáte (členský štát identifikácie), elektronicky štvrtročne daňové priznania k DPH pre zjednodušené jednotné kontaktné miesto s presným uvedením poskytnutých telekomunikačných služieb, služieb rozhlasového a televízneho vysielania a elektronických služieb nezdaniteľným osobám v iných členských štátoch (členské štáty spotreby) spolu so splatnou DPH. Tieto daňové priznania spolu s uhradenou DPH potom členský štát identifikácie odošle príslušným členským štátom spotreby prostredníctvom zabezpečenej komunikačnej siete. Daňové priznania k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta sú doplnkové k daňovým priznaniam k DPH, ktoré zdaniiteľná osoba podáva svojmu členskému štátu na základe domácich povinností týkajúcich sa DPH.

Zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta je k dispozícii zdaniiteľným osobám, ktoré sú usadené v EÚ (úprava pre Úniu), ako aj zdaniiteľným osobám, ktoré nie sú usadené v rámci EÚ (úprava mimo Únie). Bez zjednodušeného režimu jednotného

kontaktného miesta by bol dodávateľ povinný zaregistrovať sa v každom členskom štáte, v ktorom poskytuje služby svojim zákazníkom. Zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta je pre zdaniiteľné osoby voliteľné. Ak sa však zdaniiteľná osoba rozhodne využívať zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta, musí používať úpravu vo všetkých príslušných členských štátoch. Nejde o voliteľnú úpravu na základe jednotlivých členských štátov.

Proces registrácie

Zdaniiteľná osoba, ktorá sa rozhodne používať zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta, je povinná zaregistrovať sa v členskom štáte identifikácie. V prípade úpravy pre Úniu bude tento členský štát členským štátom, v ktorom má zdaniiteľná osoba zriadené sídlo. Ak zdaniiteľná osoba nemá zriadené v EÚ sídlo, bude to členský štát, v ktorom má stálu prevádzkareň. Ak má zdaniiteľná osoba viac ako jednu stálu prevádzkareň v EÚ, je oprávnená zvoliť si za členský štát identifikácie jeden z uvedených členských štátov. Toto je jediná situácia, v ktorej si zdaniiteľná osoba môže zvoliť členský štát identifikácie podľa úpravy pre Úniu, a zdaniiteľná osoba je viazaná uvedeným rozhodnutím na kalendárny rok, v ktorom prijme uvedené rozhodnutie, a na ďalšie dva nasledujúce kalendárne roky. Vo všetkých prípadoch pre úpravu pre Úniu bude zdaniiteľná osoba identifikovaná na účely zjednodušeného režimu jednotného kontaktného miesta rovnakým individuálnym identifikačným číslom pre DPH, ktorým je identifikovaná na účely svojich vnútroštátnych daňových priznaní k DPH. V prípade úpravy mimo Únie si môže zdaniiteľná osoba (ktorá nemá sídlo ani stálu prevádzkareň a ani nie je zaregistrovaná alebo inak povinná zaregistrovať sa v EÚ), zvoliť ktorýkoľvek členský štát za svoj členský štát identifikácie. Uvedený členský štát pridelí zdaniiteľnej osobe individuálne identifikačné číslo pre DPH (s použitím formátu EUxxxxxyyyz). V oboch prípadoch (úprava pre Úniu aj úprava mimo Únie) môže mať zdaniiteľná osoba len jeden členský štát identifikácie a všetky poskytnuté telekomunikačné služby, služby rozhlasového a televízneho vysielania a elektronické služby nezdaniteľným osobám

v členskom štáte, v ktorom nie je usadená, musia byť vykázané prostredníctvom zjednodušeného režimu jednotného kontaktného miesta, ak sa zdaniteľná osoba rozhodne používať zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta.

Proces podávania daňových priznaní

Zdaniteľná osoba využívajúca niektorú z osobitných úprav je povinná predložiť elektronicky daňové priznanie k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta za každý kalendárny štvrťrok bez ohľadu na to, či skutočne poskytovala telekomunikačné služby, služby rozhlasového a televízneho vysielania alebo elektronické služby (v prípade, že sa neposkytli služby v EÚ v danom štvrťroku, predkladá sa nulové daňové priznanie). Daňové priznanie k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta (a súvisiacu platbu) sa musí predložiť v lehote 20 dní od konca zdaňovacieho obdobia, na ktoré sa daňové priznanie vzťahuje. Daňové priznanie k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta obsahuje údaje o poskytnutých službách zákazníkom v každom členskom štáte spotreby od zdaniteľnej osoby využívajúcej úpravu a, v prípade úpravy pre Úniu, od každej stálej prevádzkarne. Členský štát identifikácie rozdelí daňové priznanie k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta podľa členského štátu spotreby a údaje zašle rôznym členským štátom spotreby a usadenia. Členský štát identifikácie vygeneruje jedinečné referenčné číslo pre každé daňové priznanie k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta a informuje o tomto čísle zdaniteľnú osobu. Toto číslo je dôležité, pretože ho zdaniteľná osoba musí uvádzať pri vykonávaní príslušnej úhrady.

Akékoľvek úpravy sa musia vykonať opravou pôvodného daňového priznania, nie doplnením do neskorších priznaní. Členský štát identifikácie umožní zdaniteľnej osobe vykonávať opravy daňových priznaní k DPH pre zjednodušený režim jednotného kontaktného miesta elektronicky v lehote troch rokov od dátumu povinnosti predložiť pôvodné daňové priznanie⁵. Členský štát identifikácie potom túto opravu pošle príslušnému členskému štátu (príslušným členským štátom) spotreby. Akúkoľvek dodatočnú platbu splatnú členskému štátu (členským štátom) spotreby zdaniteľná osoba uhradí členskému štátu identifikácie na účel rozdelenia. Ak je výsledkom zmeny vrátenie od členského štátu (členských štátov) spotreby, daný členský štát (dané členské štáty) ho uhradí (uhradia)

priamo zdaniteľnej osobe. Členský štát spotreby môže aj tak prijať opravy po uplynutí tohto trojročného obdobia v súlade s vnútroštátnymi pravidlami a v takom prípade je zdaniteľná osoba povinná obrátiť sa priamo na členský štát spotreby. Tieto opravy nie sú súčasťou úpravy zjednodušeného režimu jednotného kontaktného miesta.

Proces platieb a vedenia záznamovej povinnosti

Zdaniteľná osoba uhradza splatnú DPH členskému štátu identifikácie. Uhradza jednu sumu, a to celkovú sumu daňového priznania (t. j. za každý členský štát spotreby). Členský štát identifikácie potom rozdelí peniaze rôznym členským štátom spotreby. Podľa úpravy pre Úniu si členský štát identifikácie ponechá percentuálny podiel týchto peňazí do 31. Decembra 2018 (retenčné obdobie). Zdaniteľné osoby by si mali uvedomovať, že platba sa považuje za vykonanú, keď je pripísaná na bankový účet členského štátu identifikácie. Okrem toho nemôže členský štát identifikácie poskytnúť žiadne splátkové kalendáre alebo podobné mechanizmy oneskorenia platieb, pokiaľ ide o platby v rámci zjednodušeného režimu jednotného kontaktného miesta (je potrebné si to uvedomiť najmä v nadväznosti na daňový poriadok, ktorý to upravuje presne naopak).

Záznamy, ktoré má zdaniteľná osoba uchovávať, sú stanovené v nariadení Rady č. 967/2012 (článok 63c). Zahŕňajú všeobecné informácie, ako je členský štát spotreby poskytovaných služieb, druh poskytovaných služieb, dátum poskytovania služieb a splatná DPH, ale aj konkrétnejšie informácie, ako sú údaje o úhradách na účet a informácie používané na určenie miesta, na ktorom je odberateľ usadený, má trvalé bydlisko alebo zvyčajné bydlisko.

Tieto záznamy sa musia uchovávať 10 rokov od konca roka, v ktorom sa uskutočnila transakcia, bez ohľadu na to, či sa úprava prestala používať alebo nie. Záznamy musia byť na požiadanie bezodkladne elektronicky prístupné členskému štátu identifikácie alebo ktorémukoľvek členskému štátu spotreby. Členský štát poskytne informácie o praktickom vykonávaní tejto povinnosti, keď dôjde k vyžiadaniu záznamov. Nesprístupnenie týchto záznamov do mesiaca od doručenia upomienky od členského štátu identifikácie sa bude považovať za opakované porušovanie pravidiel týkajúcich sa úpravy a vyústi do vyhlásenia z úpravy.

*Ing. Martin Kohútik
Oddelenie metodiky DPH
Finančného riaditeľstva SR*

ENGLISH SUMMARY

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

EDITORIAL

The editorial note was prepared by prof. Karol Vlachynský, member of SAF. He outlines the problems and challenges which business environment in Slovakia as well as worldwide will most probably face.

INTERVIEW

In the interview we are talking to Mr. Vazil Hudák, state secretary of the Ministry of Finance in Slovak Republic about challenges connected with building of bank union in EU.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

10 YEARS OF CECGA ASSOCIATION, RESULTS AND CHALLENGES

Barbora LAZÁROVÁ

CROWDFUNDING AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING IN SMES

Rastislav PETRÁŠ – Jana ŠNIRCOVÁ

IMPORTANCE OF REGIONAL AGREEMENTS ON FREE TRADE BETWEEN EU AND CANADA AND EU AND USA. THEIR IMPACT ON ECONOMY OF THESE SUBJECTS AS WELL AS ON WORLD TRADE DEVELOPMENT

Viera RUŽEKOVÁ

EVA ZERO – REAL RELATIVE EVA

Ludovít ŠRENKEL – Marián SMORADA

BUSINESS ACTIVITY IN SLOVAKIA: GEM 2011-2013

Anna PILKOVÁ – Marián HOLIENKA

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

- Advantages and disadvantages of algorithmic trading (*Miroslav KMEŤKO – Pavel ŠKRINIAR*)
- Alternative currencies (*Mária KLIMIKOVÁ*)
- Special amendment – special regime Mini One Stop Shop (*Martin KOHÚTIK*)



MARINA PARK

DOSTUPNÉ PRIESTORY PRE VAŠE PODNIKANIE V KOMÁRNE

tel: +421 (0)917 941 399
mail: info@marinapark.sk

V areáli Marina Park nájdete na prenájom:

- Kancelárske priestory
- Skladové priestory
- Výrobné priestory
- Prednáškové a školiace priestory

Areál Marina Park okrem základného prenájmu ponúka aj široké spektrum doplnkových služieb, ako napríklad manipulačná technika, kontrolovaný vstup do areálu, zber a likvidácia odpadu, výkup druhotných surovín, podniková jedáleň alebo vysokorýchlostný internet.

WWW.MARINAPARK.SK

Marina Park, Roľníckej školy 1519 (vstup pri univerzite), Komárno 945 25

Prevádzkovateľom areálu Marina Park je spoločnosť A.I.C., a.s., Dunajská 31, 811 08 Bratislava, IČO: 45 870 373 (ďalej len A.I.C.).
Logo "Čajka" je registrovaná ochranná známka A.I.C., registrovaná pod číslom OZ 218728, a jej použitie je možné
len s predchádzajúcim písomným súhlasom A.I.C.

Vydavateľ a adresa redakcie

SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internetová stránka: www.asocfin.sk