

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XI. • číslo 3 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jeseň 2011



**SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY
BRATISLAVA**

CECGA

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XI. • číslo 3 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jeseň 2011

OBSAH

❑ ÚVODNÍK

Peter Daniel

❑ INTERVIEW

Byť dnes členom SAF je naplnením cieľov jej zakladateľov – rozhovor
s Františkom Chvostalom a Elenou Trenčianskou

❑ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY

SPOLOČNÉ STANOVISKO SPRÁVNEJ RADY CECGA K ZELENEJ
KNIHE O CORPORATE GOVERNANCE
Tibor BÔRIK

PROBLÉMY APLIKÁCIE BONITNÝCH A PREDIKČNÝCH MODELOV
V PODNIKATELSKOM PROSTREDÍ SR
Ladislav KABÁT

ČO SKRÝVA FENOMÉN BASEL III?
Lubor MALINA

OBCHODOVANIE NA FINANČNOM TRHU Z POHLADU
PODNIKATELSKÉHO SUBJEKTU
Marek KUDZBEL

3D SECURE – BEZPEČNÉ PLATBY KARTAMI NA INTERNETE
Viktória VARGOVÁ

VÝVOJ CIEN 5 ROČNÝCH SWAPOV KREDITNÉHO ZLYHANIA ÍRSKA
A GRÉCKA V ROKOCH 2009 – 2011
Lubomír PINTER

DAŇOVÉ PODVODY NA DANI Z PRIDANEJ HODNOTY A MOŽNOSTI
ICH PREVENČIE
Pavol KOLENČÍK

❑ STRÁNKY SAF

TENISOVÝ TURNAJ SAF

❑ ENGLISH SUMMARY



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofík, Ph.D.

Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. - predseda

Ing. František Chvostal'

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

Vydavateľ

Slovenská asociácia
podnikových finančníkov

Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

Oto Dóra – DESIGN

www.aldodesign.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadané do tlače
30. 09. 2011

ÚVODNÍK



Milí čitatelia,

keď ma ako jedného zo zakladateľov tohto časopisu a dlhoročného člena Správnej rady SAF oslovila predsedníčka Rady starších, aby som napísal úvodník k 15. výročiu založenia asociácie, fakt som nevedel, čo písať, aby to neznelo ako klišé. Ak budem vymenovávať úspešné odborné akcie, čitateľ bude znudený. Ak budem písať frázy o *pätnásťročnej pubertiačke*, ktorá si práve ujasňuje životné postoje, bude to znieť riadne otrepane.

A dnes ráno mi konečne došlo, čo pre mňa asociácia od samého začiatku prinášala ako najväčší benefit – neboli to ani odborné semináre a veľké konferencie s významnými partnermi a prednášajúcimi, nebol to ani tento časopis (*i keď ho veľmi rád čítam*), ani moje členstvo v orgánoch asociácie, ba ani spoločné odborné pobyty v zahraničí a hľadanie vzťahu k vrcholným európskym a svetovým podnikovo-finančným združeniam. Najväčším prínosom vždy bolo to, pre čo slovenčina nemá ani presný výraz – v angličtine sa tomu hovorí *networking* alebo *socializing*. Áno, odborné partnerstvá prerastajúce v dlhoročné priateľské vzťahy s kolegami finančníkmi – to bolo to najväčšie, čo mi utkvelo v pamäti. Možno si povie: som tiež členom asociácie a tento benefit necítim. Možno je to preto, že okruh *networkovaných* za 15 rokov fungovania asociácie nebol nikdy až taký rozsiahly ako celkový počet členov. Nikdy som to nepočítal, ale podľa mňa *zdravé jadro* asoci-

ácie má tak 30 ľudí a tí vedia, o čom hovorím. Všetci poznajú svoje tváre, mená, pätnásťročné profesijné a neraz aj osobné osudy. Týchto ľudí nespája len ich profesia – to je pre skutočne osobný vzťah málo. Spájajú ich odborné škriepky (*keď sme sa v čase divokej privatizácie v hotelovej izbe vášnivo hádali až do rána a hľadali pravdu o slovenskej ekonomike medzičiarovských čias*), spoločné odborné akcie (*program výročnej konferencie sa rodil v niekoľkomesačných diskusiách, kým sme našli spoločnú reč*), neformálne zážitky z večerných posedení počas viacdňových seminárov (*na Donovaloch, v Tatranskej Lomnici či Piešťanoch*), hľadanie vzorov, keď sme vo veľkej skupine spoločne navštívili londýnskych a parížskych finančníkov. Medzinárodný *networking* dostal inú dimenziu, keď sme sa po roku 2000 stali členom najprv svetového a potom európskeho združenia nám podobných asociácií (*IGTA a EACT*) – neuveriteľne rýchlo sa vytvorili skutočné priateľstvá a dnes mám naozajstných a úprimných priateľov medzi finančníkmi takmer na všetkých kontinentoch: kedykoľvek im napíšem, reagujú veľmi srdečne a spontánne. Premýšľam, prečo slovenčina pre takýto typ vzťahov (*networking*) nemá adekvátny výraz. Predsa, ak má nejaký vzťah v ľudskom živote význam, jazyk si nájde pre jeho označenie konkrétne slovo. Žeby sme ešte neprikladali tomuto typu odbornovo-osobných vzťahov význam? Úprimne verím, že skutočné životné priateľstvá a nezabudnuteľné zážitky môžu vznikáť aj na odbornom základe – medzi ľuďmi, ktorých spája práve profesia. Mať medzi kolegami v iných podnikoch ozajstných celoživotných priateľov, prospieva osobnému aj odbornému rastu, ale trebárs aj hľadaniu novej práce v čase, keď ste „voľní“ na trhu. Potom si dokážete odniesť z členstva v asociácii to, čo vám nikto nikdy nevezme: neuveriteľné a hlboké osobné zážitky, nezmazateľné spomienky a celoživotných priateľov porovnateľných asi len s priateľstvami z detstva a zo školy.

Želám asociácii k jej pätnástym narodeninám, aby začala dozrievať na tento nový typ vzťahov: aby počet *networkovaných* bol veľmi blízky počtu členov a aby stále rástol.

Peter Daniel

Byť dnes členom SAF je naplnením ambícií jej zakladateľov



Slovenská asociácia podnikových finančníkov by nevznikla bez iniciatívy 12 ľudí, ktorí pochopili, že v neustále sa meniacom a vyvíjajúcom ekonomickom prostredí má svoje nezastupiteľné miesto platforma, ktorá by prispela k upevneniu stavovskej cti a všeobecne pomohla zlepšiť postavenie a autoritu finančníkov v slovenských podnikoch, upevnila ich vzájomnú solidaritu a spoluprácu.

Oslovili sme dvoch z nich – prvého prezidenta SAF Ing. Františka Chvostaľa, ktorý je od roku 2004 čestným prezidentom SAF, a hosť. prof. Ing. Elenu Trenčiansku, CSc., ktorá je od roku 2004 predsedníčkou Rady starších SAF.



■ Ste jedným zo zakladajúcich členov Asociácie podnikových finančníkov. Čo vás viedlo k tomu, že ste podporili a podieľali sa na vzniku inštitúcie takého typu?

F. Chvostaľ: V tom období (od roku 1993) som bol finančným riaditeľom v akciovej spoločnosti, ktorej jedným z akcionárov bola nadnárodná francúzska spoločnosť, a tak som mal možnosť zistiť, ako finančnú prax vnímajú iné krajiny v porovnaní s praxou u nás na Slovensku, aké je postavenie finančného riaditeľa v takýchto spoločnostiach. Videl som, ako ďaleko sme boli od seba len napr. v názoroch na obsah pojmov „treasury“, „treasurer“ a už vôbec nechcem hovoriť o názoroch na hodnotenie výsledkov podľa našich pravidiel a podľa pravidiel, ktoré v takýchto zahraničných či nadnárodných spoločnostiach platili. Zistil som, že nielen v európskych krajinách

existovali stavovské združenie finančníkov (napr. francúzska asociácia finančníkov v tom čase existovala už takmer 20 rokov), ktoré vytvárali podmienky pre formovanie „finančníkov“, pre zosúladovanie finančnej teórie a praxe s požiadavkami doby, pre kultivovanie názorov a potrieb finančnej praxe vo vzťahu k normotvorbe tak, aby boli akceptovateľné. V tom období Slovensko nastúpilo cestu razantných reforiem a o to viac bolo potrebné vytvoriť podmienky pre vzájomnú komunikáciu ľudí, ktorí pracovali v oblasti financií vo firmách, ako aj pre ich akceptáciu v domácom prostredí, ale hlavne voči zahraničiu. Jednou z ciest bolo aj stavovské združenie finančníkov, ktoré sme začali budovať a formovať po vzore francúzskej asociácie, kde zohral neprehliadnuteľnú úlohu – už dnes nebohý pán Vladimír Valach (nebudem vymenúvať všetky jeho tituly – možno použijem iba jeden – náš priateľ, priateľ finančníkov...) a, samozrejme, aj ľudia z ministerstva financií a Národnej banky Slovenska, z ktorých spomeniem aspoň pani Elenú Kohútikovou, tiež našu priateľku.

E. Trenčianska: V nadväznosti na celospoločenské zmeny a prechod ekonomiky na trhový mechanizmus, bola nevyhnutná aj zmena ekonomického myslenia, vrátane posilnenia pozície finančných a ekonomických útvarov, ktorých postavenie v minulosti bolo skôr zaznávané ako uznávané. Uvítali sme preto aktivitu prvého prezidenta Francúzsko-slovenskej obchodnej komory Ing. Vladimíra Valacha založiť slovenskú asociáciu finančníkov, ktorá by, podobne ako vo Francúzsku AFTE, združovala podnikových finančníkov, a pozícia finančníkov by sa nielen upevnila, ale ekonomické odbory by sa stali rovnocennými partnermi vedenia spoločností.

■ **Čo sa z pôvodných ambícií, ktoré viedli ku vzniku asociácie, podarilo podľa vás naplniť?**

F. Chvostal: Vytvorila sa celkom slušná rodina finančníkov, ktorí sa dokázali pravidelne stretávať, vymieňať si skúsenosti, vzdelávať sa a pomáhať vzdelávať sa iným v oblasti financií. Intenzívne sme sa zapojili do procesov normotvorby – hlavne v oblasti daní, účtovníctva, nadviazali sme úzku spoluprácu na národnej úrovni s príslušnými ministerstvami, príslušným parlamentným výborom, odbornými inštitúciami, asociáciami podobného zamerania – bánk, leasingových spoločností... Rozvinula sa spolupráca s vysokými školami. Podporili sme vznik podobnej stavovskej asociácie v ČR a podporili sme ich členstvo v IGTA. Nenahraditeľná sa ukázala spolupráca s partnerskými asociáciami v zahraničí, naše

členstvo v IGTA od roku 2000. Určite nezabudnuteľnými sú skutočnosti spojené so zorganizovaním svetového stretnutia IGTA v roku 2003 na Slovensku. Na tieto chvíle budeme dlho pamätať – veď sme mohli prezentovať naše mladé Slovensko veľkému počtu krajín, ktoré zastupovali prezidenti ich asociácií, pričom nechýbali okrem európskych krajín ani krajiny ako USA, Čína, Japonsko ..., s čím súvisí nepriamo aj rozhodnutie organizovať raz ročne aj vlastnú konferenciu na národnej úrovni. Je potešiteľné, že dnes má naša asociácia svoje miesto doma, ale aj v zahraničí, či už v európskom, alebo svetovom klube asociácií.

E. Trenčianska: Skupine ľudí, možno povedať priekopníkov tejto myšlienky, sa podarilo získať pre založenie SAF zaniatených odborníkov a možno konštatovať, že „ich ambície boli veľké“, aj keď nie prehnané. Dnes môžem osobne vyhlásiť, a snáď aj s dávkou hrdosti, že vytýčené ambície sa nám podarilo nielen naplniť, ale aj rozšíriť o nové aktivity a zaradiť sa tak medzi uznávané združenia v oblasti finančnej politiky v SR, ale aj v zahraničí.

■ **Na čom by bolo treba viac zapracovať, aby sa zvýšil záujem o asociáciu a zároveň povedomie odbornej verejnosti o nej?**

F. Chvostal: Všetko má svoje historické miesto a vzniká spravidla s potrebami doby. Tak to bolo aj pri vzniku SAF. V priebehu času sa už zdalo, že jej čas pominul, ale sme svedkami vážnej krízy a zdá sa mi, že jej gro je vo vnímaní a reprodukcii či tvorbe hodnôt. Práve vznik asociácie a jej aktivity napomáhali osvojovať si stanovenie či oceňovanie hodnôt, princípov ich zachovania. Dost sme sa venovali poznaniu a riadeniu rizík. Kódex corporate governance nám možno pripadal ako zbytočnosť. Nuž, treba sa k niektorým hodnotám vrátiť a prinavrátiť im ich cenu a tu vidím znovu miesto stavovského združenia finančníkov ako skupiny ľudí, ktorí robia niečo preto, že je to potrebné, a nie preto, že sa na tom dá zarobiť.

Oceňujem skutočnosť, že vydávame štvrťročník – Finančný manažér, a tu treba oceniť aj spoluprácu s vysokými školami. Tu vidím priestor na naše adresnejšie vyjadrenia či kritiku na finančné riadenie či riadenie rizík...

E. Trenčianska: Na našej webovej stránke máme jasne formulované motívy „prečo sa stať členom SAF“. Tie základné dôvody sú prakticky rovnaké ako pri založení asociácie, ale z dnešného pohľadu by som

chcela poznamenať, že pre zvýšenie povedomia odbornej verejnosti o SAF je dôležitá osobná angažovanosť členov orgánov asociácie, ako aj ich erudovanosť, odborná zdatnosť a ochota presadzovať v nových ekonomických a trhových podmienkach nové progresívne formy myslenia.

■ **Financie hýbu svetom, zdatných finančných manažérov nie je nikdy dosť. Akú úlohu zohráva asociácia pri vzdelávaní finančníkov? Mohla by ich vzdelávanie viac ovplyvňovať? Ak áno, ako?**

F. Chvostaľ: Niekedy mám dojem, že sme si zo vzdelávania na Slovensku urobili biznis. Možno je to preto, že je to podporované rôznymi schémami. Nechcem tým povedať, že je nepotrebné, len by malo byť viac adresné, vykonávané odborníkmi, ktorí vedia, o čom hovoria, a tu vidím aj priestor pre SAF vo vzdelávaní v oblasti financií na báze prepojenia teórie a praxe. Vzdelávanie by nemalo byť zamerané na získavanie certifikátov, ale poznatkov a schopností.

E. Trenčianska: Pokiaľ ide o vzdelávanie finančníkov, táto úloha bola jednou z prvoradých už od založenia SAF a môžeme povedať, že sa nám podarilo naštartovať proces vzdelávania našich členov – organizovaním školení, seminárov a pravidelných odborných konferencií, a že stále pokračujeme v tejto činnosti, nakoľko zvyšovanie vzdelávania finančníkov považujeme za kontinuálny proces. V tejto súvislosti je treba pozitívne vyzdvihnúť aj spoluprácu s Ekonomickou univerzitou, kde ide o vzájomné prepojenie aktivít akademickej obce s aktivitami podnikových finančníkov. Nakoľko pozývame na naše akcie aj študentov, dostávame tak do povedomia mladých ľudí aj činnosť SAF, na ktorej sa neskôr na svojich pracoviskách budú môcť aktívne podieľať.

■ **Ako hodnotíte medzinárodný rozmer pôsobenia SAF, predovšetkým z hľadiska jej zapájania sa do systému vzdelávania v Európe cez EACT (európske združenie národných asociácií)?**

F. Chvostaľ: Sme aktívnymi členmi európskych štruktúr. Musíme byť teda minimálne komunikácie-schopní. Musíme sa poznať, vedieť spolupracovať, byť schopní pracovať na spoločných projektoch v ktorejkoľvek oblasti. To predpokladá nadnárodný systém vzdelávania, minimálne zapojenie sa do neho. Len tak sa vytvoria podmienky na „komunikáciu na rovnakých vlnových dĺžkach“.

E. Trenčianska: SAF je dnes členom tak svetovej (IGTA), ako aj európskej (EACTA) asociácie finančníkov a treba zdôrazniť, že platným a aktívnym čle-

nom. Je určitou „kuriozitou“, že sme sa stali členom IGTA takmer po založení SAF a dokonca sme predsedníctvu IGTA ponúkli zorganizovanie svetového kongresu u nás na Slovensku. Bolo to možno odvážne, ale ešte dnes si spomínam na nadšenie účastníkov tohto svetového fóra, a to tak z našej krásnej krajiny, z pohostinnosti, ale aj vysokej odbornej úrovne našich finančníkov. Rovnako aj naše pôsobenie v rámci EACTA je vysoko hodnotené a predstavitelia z iných krajín konzultujú s našimi zástupcami na medzinárodných fórach dôležité otázky týkajúce sa napríklad dopadov finančnej krízy, ale aj súčasnej pozície eura, vrátane očakávaného vývoja do budúcnosti. Veľmi pozitívne treba hodnotiť v tejto súvislosti aj pozitívny vplyv členstva v týchto medzinárodných organizáciách na zvyšovanie vzdelávania našich členov, ktorí majú príležitosť zúčastňovať sa nielen konferencií a mítingov, ale aj vzdelávacích aktivít, a to za finančne výhodných podmienok.

■ **Skúsme zhrnúť doteraz povedané odpoveďou na jednoznačnú otázku: Prečo sa stať členom Slovenskej asociácie podnikových finančníkov?**

F. Chvostaľ: Už Svätopluk učil svojich synov, že každý sám... SAF je stavovské združenie, už to, že prežilo takú dobu, má svoje miesto doma i v zahraničí, svedčí o tom, že je prínosom pre finančníkov z firiem. Aj keď stále máme menej času na stretávanie sa – v čase krízy je stále väčší problém hľadania dobrých riešení či prijímania rozhodnutí, a to aj v oblasti normotvorby. Zdá sa mi, že stále väčší priestor by sa mal na stretnutiach nechávať pre tých, čo na stretnutí či školení prišli (majú poznatky, problémy a potreby ich riešiť), ako pre tých, čo ho zorganizovali – to je cesta cez stavovské združenia a v oblasti financií k nim patrí SAF.

E. Trenčianska: Byť členom Slovenskej asociácie finančníkov je dnes potvrdením stavovskej hrdosti podnikových ekonómov a finančníkov, o ktorú nám išlo už pri jej zakladaní. Mať možnosť zapájať sa do aktivít nielen pokiaľ ide o finančné otázky, ale aj celkovú ekonomickú politiku, mať možnosť vstupovať do rozhodovacích procesov kvalifikovanými vyjadreniami na úrovni podnikov, inštitúcií, ale aj parlamentných výborov atď. jednoducho – byť dnes členom SAF je naplnením ambícií zakladajúcich členov, t. j. byť vysoko kvalifikovaným odborníkom vo svojom odbore, rešpektujúcim zásady podnikateľskej etiky, pretože len spoľahlivá firma môže mať dlhodobý úspech.

Spoločné stanovisko Správnej rady CECGA k Zelenej knihe o corporate governance

Tibor Bôrik



V júli t.r. prebehol proces pripomienkovania Zelenej knihy o corporate governance, v rámci ktorého aj Stredoeurópska asociácia pre správu a riadenie podnikov /ďalej len CECGA/ vyjadrila svoje pripomienky a poslala do Bruselu.

V pripomienkach sme vyjadrovali svoj názor na rôzne okruhy otázok, týkajúcich sa najmä správnych rád, akcionárov ako i monitorovania kódexov správy a riadenia spoločností. Jednou z oblastí bola aj **otázka uplatňovania dobrovoľných kódexov pre nekótované spoločnosti.**

Náš názor je, že aj nekótované spoločnosti by mali dodržiavať princípy CG, nakoľko ich akcionári a zamestnanci, ako aj ostatní stakeholderi, obchodní partneri, úverujúce inštitúcie a pod. majú rovnaký nárok na informácie o spôsobe správy a riadenia spoločností ako stakeholderi kótovaných spoločností, pretože spoluvytvárajú podnikateľské prostredie. Určite by to prispelo k väčšej dôvere medzi partnermi a k celkovej stabilite trhu. Nekótovanými spoločnosťami sú často veľké spoločnosti a štátne podniky s veľkým vplyvom na národnú, regionálnu, resp. európsku ekonomiku a ich akcionármi sú

občania, ktorí tiež majú právo na prístup k informáciám a na rozhodovanie v súvislosti so správou ich majetku.

Pokiaľ ide o správne rady, sme za to, aby boli **oddelené funkcie predsedu správnej rady a generálneho riaditeľa spoločnosti.** Má sa na mysli tie správne rady, ktoré sú ako tzv “one tier board” t.j. správna rada aj dozorná rada v jednom.

Inou otázkou je **požiadavka na určitý počet členov správnej rady, ktorí by boli nezávislí.** Najskôr treba jednoznačne definovať koho je možné považovať za nezávislého člena správnej rady a druhá vec je v koľkých správnych radoch by mohol takýto člen zasadať.

V tejto súvislosti je potrebné v prvom rade zabezpečiť, aby pri väčšom počte mandátov nevýkonného člena správnej rady nedochádzalo ku konfliktu záujmov, ale stanovenie maximálneho počtu mandátov nemusí riešiť tento problém. Tu sa nám javí, že najdôležitejšou črtou nezávislého člena správnej rady by mali byť jeho osobnostné predpoklady vrátane etických a profesionálnych.

Otázka odmeňovania je častokrát diskutovanou témou a je aj súčasťou Zelenej knihy o corporate governance. Transparentnosť by pomohla detabulizovať túto oblasť a často by pomohla predísť mylným predstavám o politike odmeňovania a výške individuálnych odmien. Individuálne odmeny by nemuseli byť zverejňované, ale celková suma použitá na odmeny pre správnu radu a osobitne pre vrcholový manažment by mali byť zverejnené a porovnané k celkovej sume miezd vyplatených pre zamestnancov. Máme za to, že akcionári, majitelia spoločnosti, majú právo rozhodovať o politike odmeňovania a o obsahu správ o odmeňovaní. Ak bude zriadená komisia pre odmeňovanie /remuneration committee/ tá by mala byť zodpovedná za posúdenie správnosti na-

stavených pravidiel a podmienok a akcionári by mali posúdiť zvolený prístup k odmeňovaniu správnej rady a vrcholového manažmentu.

K problematike špecifikácie profilu členov správnej rady vrátane predsedu s cieľom zaistiť, aby mali vhodnú odbornú kvalifikáciu a aby správna rada bola primerane rôznorodá si myslíme, že jednoznačne je potrebné trvať na vhodnej odbornej kvalifikácii a dostatočnej skúsenosti u členov správnej rady. Potrebu rôznorodosti je možné ponechať na uvážení a rozhodnutí majiteľov spoločnosti, ktorí najlepšie poznajú potreby spoločnosti a požiadavky na členov správnej rady.

Rovnako máme za to, že nie je potrebné, aby spoločnosti zverejňovali či majú politiku rôznorodosti a podávali o tom pravidelné správy. Podobne u rodovej vyváženosti.

Menšinoví akcionári aby mohli účinne obhajovať svoje záujmy v spoločnostiach s dominantnými akcionármi potrebujú aby bola stanovená minimálna povinná štruktúra informácií, ktoré by mali mať k dispozícii v priebehu roka ako aj pred konaním valného zhromaždenia, aby mohli obhajovať svoje záujmy a súčasne aj pre ich rozhodovací proces – podržať akcie, alebo ich predať.

V rámci tohto pripomienkovacieho procesu vyjadrovali svoje názory rôzne asociácie a jednou z nich je aj FERMA /Federation of European Risk Management Associations/.

FERMA - Zväz európskych riskmanažmentových asociácií celkom jasne dal najavo Európskej komisii, že by mala začať s implementáciou a robustným presadzovaním existujúcich pravidiel v oblasti corporate governance a v risk manažmente a nie vymýšľať nové pravidlá.

FERMA argumentuje tým, že časť tejto Zelené knihy, ktorá sa týka povinností predstavenstva v oblasti risk manažmentu a odhaľovania rizík sa prekrýva s 8.Direktívou EU týkajúcej sa práva právnických osôb, ktorá by mala byť plne harmonizovaná. „Implementácia týchto pravidiel v členských štátoch by mala byť naďalej analyzovaná skôr ako EK rozvinie ďalšiu činnosť regulujúcu tieto povinnosti“ hovorí vo svojom stanovisku FERMA.

FERMA špecificky oponuje krokom, ktorých následkom by malo byť zverejnenie ďalších informácií o „rizikovom apetíte“ firiem, pretože to môže spôsobiť zníženie ich konkurenčnej schopnosti a nezlepší ich „risk manažmentovú kultúru“ a nezabezpečí väčšiu istotu pre ich akcionárov, pracovníkov a klientov, že riziko majú pod kontrolou. Zopakovala, že podporuje princípy 8.Direktívy EU – konkrétne, že risk manažment by sa mal používať ako reálny nástroj pre rozhodovací proces a nielen ako doplnková súčasť vnútornej kontroly a rovnako predstavenstvá by mali zabezpečiť náležitý dohľad nad výkonom procesu riadenia rizika a uplatniť v celej šírke firmy politiku riadenia rizika.

Na záver môžeme povedať, že po tejto širšie formulovanej stránke sa zhodujeme so stanoviskom FERMA najmä so zdôraznením, že zavádzanie akýchkoľvek nových pravidiel bez toho aby sa najskôr analyzovalo to čo už má byť zavedené a ako je to funkčné, nie je tou správnou cestou pre transparentnosť firiem a znižovanie rizika pre stakeholderov.

*Autorom článku je Tibor Bôrik
predseda správnej rady CECGA
na základe spoločného stanoviska správnej rady
CECGA k Zelené knihe o corporate governance*

Problémy aplikácie bonitných a predikčných modelov v podnikateľskom prostredí SR

Ladislav Kabát

Ako sme podrobnejšie uviedli v prechádzajúcom príspevku (*Finančný manažér, jar 2011*), Altmanom odvodený model sa široko využíva v hospodárskej a finančnej praxi. Je frekventovaným nástrojom bankových inštitúcií pri overovaní finančnej stability podnikov a často sa využíva aj pri vedecko-technických aplikáciách. Podľa našich skúseností je však potrebné uviesť, že praktické aplikácie modelu vo viacerých prípadoch naznačujú aj slabé stránky a problémovú vypovedaciu schopnosť tohto modelu.

Prvým a najzávažnejším argumentom, ktorý si vyžaduje podrobnú analýzu metodiky výpočtu Z-skóre je skutočnosť, že diskriminačný model pracoval s údajmi so špecifického amerického prostredia a s podnikmi, z ktorých mnohé mali za sebou úspešne, alebo neúspešne konkurzné konanie. Navyše, koeficienty modelu reflektujú skutočnosť spred viac než polstoročím, čo do značnej miery oslabuje ich aktuálnu vypovedaciu schopnosť.

Pre odstránenie uvedených nedostatkov je možno postupovať tak, že ako hodnotiaci nástroj sa nebude používať Z-skóre ako jediné kritérium, ale že sa využijú aj iné, možno menej známe postupy. Za zásadné riešenie však považujeme nové odvodenie diskriminačného modelu na základe nám dostupných údajov o finančnej situácii podnikov, ktoré prešli rovnakými úskaliami finančného hodnotenia, ako to bolo v prípade pôvodne analyzovaných údajov. Prakticky to znamená vykonať podrobnú analýzu primárnych finančných ukazovateľov a skúmať aj štatistické vlastnosti z nich odvodených pomerových premenných X_1 , X_2 , X_3 , X_4 , X_5 v sledovanej vzorke podnikateľských subjektov, ktoré pôsobia u nás.

Analýza informačnej kvality základných indikátorov vystupujúcich v predikčnom Altmanovom modeli

V súčasnom turbulentnom ekonomickom prostredí je nevyhnutné využívať na hodnotenie vývoja

finančného zdravia podniku do budúcnosti predikčné modely, pri ktorých je pravdepodobnosť nepresnej predpovede čo najnižšia. Použitie modelu, ktorý neposkytuje spoľahlivé predikčné výsledky, môže mať negatívne dopady na podnikateľskú sféru. Ak napr. banka používa na hodnotenie vývoja finančného zdravia svojich klientov žiadajúcich o úver nevhodné modely, môže časti podnikom nesprávne vyhodnotiť finančnú situáciu a následne zamietnuť ich žiadosť o úver. Takéto rozhodnutie by mohlo mať pre podniky existenčné následky. Otázkou zostáva, ktorý model je v podmienkach našej ekonomiky vhodný, a ktorý nie. Ak bol predikčný model konštruovaný na podmienky výrazne odlišného trhu, resp. prostredia, jeho používaním sa vystavujeme riziku dosiahnutia nepresných výsledkov. Toto riziko obsahuje aj Altmanov model a ním definované Z-skóre. Model bol odvodený v špeciálnych podmienkach amerického trhu a rozdielna legislatíva a obsahové vymedzenie pojmov preto môže spôsobovať jeho problémovú použiteľnosť v našich podmienkach.

Aplikovateľnosť Altmanovho modelu overujeme v dvoch etapách. **V prvej etape overujeme súčasne aplikovaný Altmanov model** na rozsiahly súbor podnikov. Pre tieto podniky odvodzujeme hodnoty Z-skóre a porovnávame ich s doteraz aplikovanými triediacimi a predikčnými hodnotami. **V druhej etape odvodzujeme nový bonitný model** pre sledované podniky v členení podľa odvetví ich ekonomickej činnosti.

Pri hľadaní odpovede na otázky o aplikovateľnosti bonitných a predikčných modelov a o spoľahlivosti ich výstupov sme využili dostupnú údajovú základňu o výsledkoch hospodárenia (výkaz ziskov a strát) rozsiahleho súboru podnikateľských subjektov pôsobiacich na Slovensku. K dispozícii sme mali informácie za 89 477 podnikov, z ktorých bolo 85 047

podnikov typu spoločnosť s ručením obmedzeným (*sro*) a 4 430 podnikov typu akciová spoločnosť (*as*). V štruktúre podnikov *sro* boli podľa odvetvovej klasifikácie podnikových činností najvýznamnejšie zastúpené skupiny 51 (16,4%), v štruktúre *as* to boli podniky zo súboru skupín 65-70 (16,31%).

Zo sledovaných podnikov *sro* bolo 275 podnikov s históriou konkurzného konania, medzi podnikmi *as* malo túto históriu 44 podnikov. Súhrnný prehľad o sledovanom súbore podnikov je uvedený v **Tabuľke č. 1**. V tabuľke uvádzame počty sledovaných subjektov podľa skupín OKEČ v členenej na podskupiny subjektov s históriou konkurzného konania – stĺpec **n1** a subjekty bez konkurznej histórie – stĺpec **n2**. V stĺpcoch **dh** a **hh** sú uvedené dolné a horné hodnoty ukazovateľov Z-skóre pre príslušnú skupinu podnikov, v stĺpci **Z-skóre** je uvedená jeho stredná hodnota. Vyšrafované polia označujú skupiny podnikov, pre ktoré hodnota Z-skóre nebola počítaná kvôli malému počtu subjektov (menej než 10).

Tabuľka 1. Prehľad základných charakteristík spracovávaných súborov OKEČ																		
OKEČ		sro									as							
		Podniky s konkurznou históriou				Podniky bez konkurznej histórie				%	Podniky s konkurznou históriou				Podniky bez konkurznej histórie			
		n1	dh	Z-skóre	hh	n2	dh	Z-skóre	hh		n1/n2	n1	dh	Z-skóre	hh	n2	dh	Z-skóre
01	1	1				913	-34,76	2,54	68,69	0,11	1					81	-6,9	1,83
10 11 12 13 14	2	2				71	-15,50	2,59	17,20	2,74	1					14	1,3	3,04
15	3	7				515	-38,54	2,38	67,08	1,34	2					98	9,2	1,85
20 21 22 23 24 25 26 27 28 29	4	44	-13,9	-0,02	9,9	4 031	-64,75	2,94	82,00	1,08	10					285	-10,1	3,08
30 31 32 33 34 35 36	5	17	-7,1	1,20	16,5	1 136	-47,90	3,57	89,01	1,47	1					107	17,6	2,73
51	6	74	-27,0	4,23	60,4	9 355	-53,57	3,29	101,71	0,78	12	0,73	28,11	137,3		318	-26,6	4,68
52	7	57	-17,7	3,75	54,3	7 175	-60,65	3,24	103,37	0,79	4					157	-16,2	7,37
55	8	12	-22,2	-1,73	7,5	1 755	-41,43	1,15	104,40	0,68	1					59	-6,9	2,81
60	9	10	-9,5	6,18	52,3	1 345	-47,28	2,85	82,01	0,74	1					67	-2,9	2,35
65 - 70	10	31	-13,0	1,39	9,9	2 876	-45,89	3,49	102,32	1,07	9					393	-8,4	6,37
71	11	3				574	-50,26	3,01	61,70	0,52	2					33	-2,0	2,92
72 - 73	12	17	-0,5	5,93	18,9	1 853	-52,03	5,19	98,71	0,91	0					110	-14,1	3,60
74	13					10 222	-62,12	4,39	103,15							460	-20,6	7,63
ostatné	14					42 951	-64,75	3,33	104,40							2 205	-26,6	4,32
Počet subjektov	89 477	275				84 772					44					4 386		
Spolu sro	85 047																	
Spolu as	4 430																	

Z uvádzaných výsledkov vidno, že v oboch skupinách podnikov (s konkurznou históriou i bez konkurznej histórie) sú vysoké rozdiely v hodnotách **Z-skóre**. V prípade súboru podnikov *sro* OKEČ 20-29 je dolná hodnota Z-skóre -64,75. Najvyššiu kladnú hodnotu pre tento ukazovateľ v súbore podnikov *sro* sme zaznamenali pre OKEČ 55 a to 104,40. V skupine podnikov *as* evidujeme najnižšiu hodnotu Z-skóre pre OKEČ 51, najvyššiu hodnotu pre OKEČ 74. Pre stredné hodnoty Z-skóre podnikov *sro* bez konkurznej histórie sme zaznamenali rozpätie od 1,15 (OKEČ 55, *sro*) po 5,19 (OKEČ 72-73 *sro*). V skupine podnikov *as* bol tento interval od 1,83 (OKEČ 01 *as*) po 7,63 (OKEČ 74 *as*).

Získané hodnoty **Z-skóre** pre sledované súbory potvrdzujú náš predpoklad o tom, že **paušálne aplikácie Altmanovho modelu, resp. jeho jednotná aplikácia pre hodnotenie bonity podnikateľských subjektov z pochádzajúcich rôznych odvetvových zoskupení nie sú vhodné**.

Rozdielne skupiny ekonomických činností OKEČ sa odlišujú nielen strednými hodnotami premennej Z-skóre, ale ukazujú aj na rozdielnú variabilitu a rozdielne pravdepodobnostné rozloženie týchto hodnôt. Z uvedených informácií teda tiež vyplýva, že **doteraz predpokladané vlastnosti ukazovateľa Z-skóre a ich rozpätie v intervale 0-3 neplatia** a túto skutočnosť je potrebné rešpektovať.

Záver

V súlade s cieľmi výskumnej úlohy pokračujeme v riešení problematiky aktualizáciou základného informačného súboru o finančných výsledkoch podnikov a triedením súboru podnikateľských subjektov na relatívne homogénne podnikateľské štruktúry, konštruované podľa veľkosti a skupín ekonomických činností, podľa časových úsekov a taktiež aj podľa legislatívnych foriem podnikania. Významným informačným doplnkom v našej výskumnej činnosti bude práca s údajmi, ktoré ponúka medzinárodná údajová báza **AMADEUS** spoločnosti Bureau Van Disk. Predpokladáme však aj doriešenie obmedzení na prístup informácií od domácich podnikateľských subjektov, v prípade ktorých je táto informácia často blokovaná z dôvodu tzv. princípu ochrany zdroja údajov. Na základe týchto informácií odvodzujeme nový bonitný a predikčný model typu Altman, pričom predpokladáme podstatné zvýšenie jeho vypovedacej schopnosti a spoľahlivosti. Konkrétny tvar bude prezentovaný v záverečnej časti príspevku v budúcom čísle.

Autorom článku je prof. Ladislav Kabát z Fakulty ekonómie a podnikania, Paneurópska vysoká škola, Bratislava

Čo skrýva fenomén Basel III?

Lubor Malina

V minulom čísle bol publikovaný článok¹, ktorý stručne uviedol všetky hlavné oblasti, ktoré tvoria nové pravidlá regulácie finančného sektora, známe pod kryptogramom Basel III. V tomto príspevku by sme radi poukázali na niektoré skryté črty novej regulácie a porovnali ju s existujúcou, ktorá je známa ako Basel II². Hoci budeme často používať pojem „Basel“ naším hlavným cieľom bude európska regulácia a analýza situácie v EU v kontexte Basel III.

V poslednom období sme nielen svedkami, ale aj účastníkmi turbulentných javov na finančných trhoch, ktoré majú priamy a silný dopad na svetovú a lokálne ekonomiky. Obdobia pálčivej krízy sú striedané s krátkymi obdobiami relatívnej stability, ktorá je ale extrémne citlivá na akúkoľvek negatívnu informáciu. Veľmi podobná situácia je aj v oblasti regulácie. S tým rozdielom, že medzi reguláciou a krízou na finančnom trhu a v ekonomike je časový posun.

Je dobré si uvedomiť, že regulácia je v prvom rade odpoveďou štátnej administratívy na krízovú situáciu a administratívou vnímané dôvody jednak jej vzniku (niekedy), prípadne zmierňovanie jej dôsledkov (väčšinou). V tomto zmysle regulácia nikdy nie je proaktívna, ale snaží sa postihnúť tie skutočnosti, ktoré viedli ku vzniku poslednej krízy. To je prvý významný faktor, ktorý výrazne ovplyvňuje formu regulácie. Druhým faktorom je prioritné zameranie kompetencií a výkonu dohľadu na jednotlivé inštitúcie, bez dostatočného vnímania systémových súvislostí. Nie je bez zaujímavosti, že v poslednom čase a ako dôsledok poslednej hypotekárnej krízy, sa venuje stále viac

pozornosti tzv. makro obozretnému dohľadu. To nie je nič iného, ako snaha o postihnutie systémových súvislostí a identifikáciu faktorov, ktoré ovplyvňujú stabilitu systému ako celku. Tretím je tichá revolúcia vo výkone dohľadu a spôsobe regulácie, ktorá prebieha zatiaľ bez väčšieho záujmu verejnosti a ktorou je vytváranie celoeurópskych štruktúr a foriem regulácie a dohľadu³. Prvým dôsledkom tejto revolúcie je návrh novej štruktúry právnych textov (a kompetencií) a zmeny v doteraz platnej regulácii⁴, ktorá je reprezentovaná návrhom novej smernice s pracovným označením COM(2011)453 z 20. júla 2011 a Regulácie COM(2011)452.

Nová štruktúra regulácie v EU má niekoľko významných dôsledkov, preto sa jej budeme venovať trochu podrobnejšie. Časť, ktorá je tvorená samotnou smernicou, obsahuje najmä kvalitatívne požiadavky na podnikanie finančných inštitúcií. Ide v prvom rade o licenčné podmienky a požiadavky, ktoré vychádzajú z princípu voľného pohybu služieb. Tieto časti sa týkajú ako bánk (úverových inštitúcií) tak aj investičných firiem. Ďalšou významnou časťou je tzv. obozretný dohľad a jeho výkon. Tu je už cítiť vytvorenie jednotného orgánu dohľadu v rámci EU vo všetkých troch sektoroch, t.j. bankovníctvo, poisťovníctvo a investičné a penzijné fondy. Kľúčovým sú vzťahy a kompetencie národných a najmä tzv. domovských a hostovských orgánov dohľadu. Táto časť bude s vysokou pravdepodobnosťou predmetom najčastejších úprav, pretože sa dotýka citlivej oblasti kompetencií jednotlivých členských štátov EU. Jej výrazom je právna úprava pojmu „významná pobočka“, pretože pobočky v princípe sú a boli v kompetencii dohľadu nad materskou spoločnosťou. V minulosti dochádzalo k diskusiám, či daná pobočka je významná a teda je v režime

1 Martin Vovk, Katarína Vovková Pravidlá Basel III, Finančný manažér Ročník XI číslo 2

2 Všeobecne sa pojem „Basel“ používa pre dobrovoľne záväznú reguláciu, ktorú vydáva tzv. Bazilejský výbor bankových dohľadov. K nej je blízka aj regulácia v EU vydávaná prostredníctvom smerníc. Zásadným rozdielom ale je, že regulácia EU je záväzná pre všetky banky so sídlom v EU na rozdiel od tej, ktorá je vydávaná Bazilejským výborom

3 EBA (European Banking Authority) vytvorená reguláciou prijatou Komisiou 23.9.2009 a ESRB (European Systemic Risk Board) s cieľom analýzy systémovej stability finančných trhov

4 CRD tvorená Smernicami 2006/48/EC a 2006/49/EC

podrobnejšieho dohľadu s právom na informácie, alebo nie. V oblasti preverovania dohľadu nad rizikovým profilom inštitúcie pribudla podrobná časť o spôsobe tvorby tzv. kapitálového vankúša⁵ a ohraničenie voľnosti vyplácania dividend z vytvoreného zisku, pravidlá na tvorbu príjmov vrcholovým manažérom. Okrem toho sú formalizované spôsoby a kompetencie v komunikácii medzi jednotlivými národnými orgánmi dohľadu tak, ako sa vytvorili v uplynulom období. Nemá zmysel aby sme na tomto mieste podrobne rozoberali detaily zmien a nových princípov. Zamerajme sa na to čo je kľúčové a prípadné dôsledky uplatneného prístupu.

Rozdelenie doterajšej právnej úpravy na časť upravenú smernicou a na časť upravenú reguláciou

Pripomeňme to, čo je podstatné a všeobecne známe, ale pre pochopenie zvoleného prístupu kľúčové: smernica sa v EU musí implementovať do národnej legislatívy prostredníctvom národných právnych noriem. Regulácia (aj keď Európskeho parlamentu a Rady) má tzv. priamy účinok v každom členskom štáte a nie je implementovaná prostredníctvom národných noriem. To jej dáva veľkú silu jednotnej aplikácie a svojím spôsobom vyňatia z národnej kompetencie. Zaradenie všetkých „technických“ častí pôvodnej CRD do tejto právnej formy značí veľkú úľavu pre cezhraničné bankové a finančné skupiny, ktoré nemusia svoje „technické riešenia“ ako ratingové systémy, segmentáciu aktív a pod. „lokalizovať“ pre každý členský štát, v ktorom podnikajú. To značí menší priestor aj pre národné orgány dohľadu na presadzovanie vlastného riešenia problémov a snahu o presadzovanie miestnych záujmov. Samotné rozdelenie a pomerne veľká právomoc daná v návrhu smernice Komisii na úpravu technických detailov, ako je napríklad určenie obsahu pojmu, je výrazným posunom ku centralizácii regulácie v EU. V tejto súvislosti je dobré uviesť aj to čo sa objavuje aj v návrhu smernice a čo je kľúčovou úlohou pre novo vytvorený orgán európskeho dohľadu EBA t.j. vytvorenie tzv. *single rule book*. Nie je to nič iné ako výraz snahy o jednotný výkon dohľadu a sústredenie jeho kompetencií na celoeurópsku úroveň, s prirodzeným dôsledkom marginalizácie národných dohľadov. Je to nevyhnutná realita a je na jednotlivých členských štátoch, ako budú schopné prispôsobiť sa novej

situácii a zmeneným úlohám. Je pravdepodobné, že dôjde ku zmene expertnosti tých národných dohľadov, ktoré budú dostatočne kvalifikované, aby sa prispôsobili novej realite. Ostatní sa budú musieť uspokojiť s úlohou štatistov.

Kvantitatívna (administratívna) vs. kvalitatívna regulácia

Jedným z hlavných dôvodov prijatia súčasnej regulácie bola silná kritika zo strany regulovaných inštitúcií, že predchádzajúca regulácia⁶ bola rizikovo necitlivá, používa rovnakú mieru pre všetky inštitúcie bez ohľadu na ich kvalitu a profil. Ako reakciu na celkový vývoj v bankovom sektore zaviedla regulácia Basel II v podstate kompenzačný princíp. Tento princíp umožňoval a umožňuje tým inštitúciám, ktoré investujú do zlepšovania kvality riadenia svojich najvýznamnejších rizík, aby v prípade splnenia predpísaných minimálnych požiadaviek používali svoje vnútorné modely merania vybraných rizík aj pre určenie tzv. regulátorneho kapitálu. Tento spôsob síce vždy nezaručuje nižšiu kapitálovú požiadavku, ale v prípade najpokročilejších prístupov väčšinou áno. To bol významný krok od administratívnej regulácie, ktorá kladie dôraz najmä na splnenie kvantitatívnych ukazovateľov, a aplikácie jednotného modelu výkonu bankových činností, ku kvalitatívnemu, a treba zdôrazniť aj komplexnému, posudzovaniu spôsobu podnikania na bankovom a finančnom trhu. Navrhovaná regulácia síce ponecháva kompenzačný princíp z Basel II v platnosti, ale oklieštuje ho pridaním výrazných kvantitatívnych ohraničení:

- vytvorenie kapitálového vankúša prostredníctvom kontroly rozdeľovania vytvoreného zisku,
- definícia finančnej páky,
- administratívne stanovenie koeficientov (diskontných faktorov) pre účely výpočtu koeficientov likvidity a ich kvantitatívne ohraničenie,
- princíp proticyklických opatrení prostredníctvom administratívne určených koeficientov,
- veľká právomoc zverená Komisii na stanovenie „technických“ detailov pre niektoré pojmy v návrhu smernice.

K vyššie uvedeným bodom iba niekoľko poznámok. Je ilúziou myslieť si, že stanovenie ohra-

⁵ capital buffer

⁶ známa ako Basel I, časť venovaná kreditnému riziku bola z roku 1989 a pre trhové riziko z roku 1996

ničení na rozdelenie vytvoreného zisku nebude od začiatku mŕtvou literou. Naopak je takmer isté, že banky budú hľadať rekapitalizáciu na trhu. Majú s tým bohaté skúsenosti a takýmto formálnym ustanovením nie je možné ich prinútiť, aby časť svojho zisku ukladali do „zásob na horšie časy“. Buď to už robili v minulosti a v dnešnej ekonomickej realite s tým neprestanú, alebo vždy hľadali potrebný kapitál na trhu. a tak regulátor vlastne vyvolá na ňom to napätie, ktorému chcel zabrániť. V konečnom dôsledku náklady na toto regulačné opatrenie zaplatia klienti bánk, či už nízkymi úrokmi na strane zdrojov alebo vysokými úrokmi na strane úverov.

Finančná páka, inými slovami stanovenie hranice pre pomer medzi vybranými aktívami a vybranými položkami vlastných zdrojov (kapitálu) je ďalší nástroj, ktorý bude mať pravdepodobne viac negatívnych ako pozitívnych dôsledkov. Všeobecne, pri tvorbe CRD bola výrazná snaha, aby všetky kvantitatívne ukazovatele boli z textu smernice odstránené. Jediným, ktorý tam ostal je tzv. Cookov pomer, inými slovami známych 8% ako minimum pre výpočet minimálnej veľkosti regulátorného kapitálu ku podstupovaným najvýznamnejším rizikám v expozíciách. Bolo to výrazom nielen vyššie spomínaného kompenzačného princípu, ale aj priznaním istej úrovne vyspelosti bankového podnikania. V súčasnosti sme svedkami presne opačného postupu, kedy je snaha administratívne riešiť dôsledky finančnej krízy a v tomto prípade neprimeranosť veľkosti expozícií a rizika v nich obsiahnutého k tomu, čo môže banka vydržať. Minimálna veľkosť regulátorného kapitálu v skutočnosti vôbec neslúži na krytie strát, tie sú v bežnom prípade kryté z väčšinou z vytvoreného zisku a v prípade krízy ich kryje politická moc a verejné financie. Príklady z nedávnej minulosti sú bohaté. Stanovenie limitu na minimálnu veľkosť regulátorného kapitálu slúži skôr na ohraničenie veľkosti podstupovaného, najmä kreditného rizika. Je potrebné veľmi dobre poznať detaily bankového podnikania v jednotlivých segmentoch trhu, aby hodnota finančnej páky, t.j. miera ohraničenia veľkosti aktív, umožnila banke prežiť a pokryť aspoň svoje náklady. Ak je zle odhadnutá a pretože bude stanovená zákonom nebude ju možné rýchlo meniť, mohla by znamenať likvidáciu niektorých typov bánk. V tomto prípade ide asi už o priame zasahovanie do bankového podnikania a je na zváženie zodpovednosť tvorcu, t.j. regu-

lačného orgánu a štátu za prípadne škody a znášanie dôsledkov. Pripomeňme na záver jednu skúsenosť s reguláciou všeobecne. Platí pravidlo, že čím je regulátor a dohľad menej skúsený, tým väčšiu má snahu o regulovanie každého detailu zákonom a kvantitatívnymi pravidlami. Výsledkom je mnohostranová regulácia a zásadný rozdiel medzi skutočným podnikaním bánk a predstavou dohľadu o ňom.

Koeficienty likvidity sú ďalším prípadom, pre ktorý platí väčšina toho, čo bolo povedané vyššie. Je výbornou myšlienkou, aby v prostredí voľného pohybu služieb a slobody pohybu inštitúcií v EU bol k dispozícii akýsi jednotný pohľad na režim likvidity, bez ohľadu na to, ktorého členského štátu sa to týka. Preto myšlienka akéhosi občianskeho preukazu likvidity pre jednotlivú inštitúciu je veľmi dobrá. Ale keďže regulácia v EU sa týka všetkých, podčiarkujem všetkých bánk, od veľkých globálnych až po okresnú sporiteľňu v nejakom horskom údolí, stanovenie jednotnej hranice je nezmyslom. Na Slovensku s tým máme bohaté skúsenosti a výsledkom podobných snáh býva riziko formálneho vykazovania koeficientov likvidity pre dohľad, ktoré ale nemajú nič spoločného s realitou a hlavne v prípade krízy takéto informácie nemajú žiadnu hodnotu.

Venujme sa ešte pomerne veľkým právomociam Komisie pre určenie technických detailov. Toto je podľa môjho názoru jeden z kľúčových detailov, ktorý jasne ukazuje smer ďalšieho vývoja. V súčasnosti prevládla snaha o jednotné „cezhraničné“ riadenie celku nad rešpektovaním „miestnych zvláštností“. Ak to vnímame ako dôsledok prebiehajúcej ekonomickej krízy, je to pochopiteľné. Ukázalo sa totiž, že v prípade silných externých tlakov (zlyhanie financovania sa prostredníctvom trhových nástrojov ako je sekuritizácia) prestáva fungovať celý systém ako celok⁷. Je ale otázkou či deliaca čiara medzi tým, čo je rozhodujúce pre fungovanie systému, t.j. veľká banková skupina vs. lokálna finančná inštitúcia, je správne vedená. Je možné, že by bolo dobre pátrať trocha v histórii a deliacu čiaru viesť medzi typmi klientov. Dnes sa výrazne akceptujú problémy veľkých bánk a preto aj rozhodujúca úloha Komisie pri dizajne detailov, ktoré umožnia znížiť operačné náklady najmä pre veľkých hráčov.

⁷ 7 V návrhu B III sa objavuje pojem „wrong-way risk“, pre situáciu kedy zabehnuté princípy diverzifikácie rizika sa stávajú neúčinnými ako nástroj pre zmiernenie podstupovaného rizika

Východisko?

Navrhovaná regulácia, jej forma aj obsah, či už je to B III alebo nová smernica s reguláciou schválenou Európskym parlamentom a Radou, je výraznou zmenou oproti existujúcej. Je veľmi silným príklonom k regulácii centralizovanej a administratívnej, ktorá neposkytuje dostatočný priestor pre systematickú analýzu príčin výkyvov v ekonomike a finančnom sektore špeciálne. Tento posun ku kvantitatívnej regulácii bude s vysokou pravdepodobnosťou vyvolávať vysoké náklady na implementáciu a bude zdrojom oneskorenej informácie. Aj dnes je napríklad problémom zistiť v informačných systémoch bánk, aká je konsolidovaná expozícia jednotlivého klienta.

Súčasne je tu isté riziko uspokojenia sa s hodnotením stavu podľa nadiktovaných pravidiel, pričom skutočný vývoj sa bude uberať úplne iným smerom. Je totiž iluzórne myslieť si, že regulácia môže nahradiť tvorivé riadenie. Obávam sa, že z celej navrhovanej regulácie ostane o pár rokov iba 10,5% hodnota kapitálovej primeranosti a centralizovaná príručka na výkon dohľadu. Možno to nie je tak málo.

Autorom článku je Lubor Malina, em-fin s.r.o.

Obchodovanie na finančnom trhu z pohľadu podnikateľského subjektu

Marek Kudzbel

Obdobie posledných troch rokov bolo veľmi zaujímavé z pohľadu podnikania, nakoľko sa za tento krátky časový úsek odohralo množstvo udalostí, ktoré nemajú v histórii finančných trhov obdobu a na ktoré musí každý podnikateľ reagovať. V súčasnosti sme začlenení v globálnej ekonomike a každý podnik, či chce alebo nechce, musí sledovať situáciu na finančnom trhu, pretože vo virtuálnej ekonomike, ktorá je prepojená s tou reálnou, sa dianie na finančných trhoch okamžite odzrkadlí aj v dennom podnikaní. Dôkazom toho je aj finančná kríza, ktorá za posledné tri roky zasiahla podnikateľský svet.

Podnikateľský subjekt nemôže úspešne fungovať bez znalosti princípov a fungovania finančného trhu. Finančný trh totiž nie je reprezentovaný len stránkou investovania, ale výrazne vplýva aj na podmienky, v ktorých podnikateľské subjekty pôsobia. Týka sa to napr. poskytovania úverov, vývoja úrokových sadzieb, pohybu menových kurzov, cien komodít a pod. Finančný trh komplexne pôsobí na podmienky, ktorým sa musia podnikatelia dennodenne prispôbovať. Pozerať sa na finančný trh len z pohľadu investovania je preto nesprávne. Úlohou finančného trhu je totiž aj poskytovanie financovania pre podnikateľské subjekty, nakoľko firmy si môžu požičiavať alebo získavať zdroje na kapitálovom trhu. Z tohto pohľadu je trh na Slovensku rozvinutý a poskytuje podnikateľom dostatok príležitostí. Zároveň môžu byť firmy aj investormi. Kapitálový trh na Slovensku z pohľadu investovania nie je dostatočne rozvinutý, avšak súčasná globálna otvorená ekonomika a internet umožňujú investovať priamo na zahraničných finančných trhoch.

Hlavná úloha finančného riaditeľa, resp. osoby zodpovednej za riadenie finančných operácií podniku je riadenie likvidity a riadenie rizika. Z pohľadu riadenia likvidity často firmy zabúdajú, že čas sú peniaze a neefektívne manažujú tok finančných prostriedkov na účtoch. Každý podnik by mal plánovať aktivity

v tejto oblasti a vypracovať si systém, ktorý umožní mať finančné záležitosti plne pod kontrolou. Procesy v podniku totiž nefungujú náhodne, ale jedná sa o opakované činnosti, ktoré sa dajú dobre naplánovať tak, aby pridávali hodnotu. Dobrý finančný riaditeľ vie, kedy bude potrebovať finančné prostriedky na potrebné úhrady a platby a taktiež vie, kedy bude mať k dispozícii voľné finančné prostriedky, s ktorými sa dá pracovať. Problémom je, že v čase, keď sa tieto prostriedky nachádzajú na účtoch, nič sa s nimi nerobí a tým podnik prichádza o potenciálne výnosy, ktoré sa dajú zrealizovať z operácií na finančných trhoch. V praxi sa stretávame často s podnikmi, ktoré v tejto oblasti nemajú poriadok, neplánujú dopredu svoje aktivity a nepracujú s financiami efektívne. Často sa tiež stretávame s podnikateľmi, ktorí sú vynikajúcimi odborníkmi vo svojom odbore a majú úspešné firmy, ktoré dokážu vytvárať zisk pre svojich majiteľov, avšak ich základné znalosti fungovania a princípov finančného trhu sú minimálne. Sústreďením sa na produkt či technologickú stránku podnikania často ignorujú tú stránku veci, ktorá súvisí v celkovom vývojom ekonomiky, prípadne pôsobí na celkový výsledok podnikania. Jedná sa najmä o ignorovanie devízového alebo úrokového rizika a pod. Pritom aktívny prístup vo finančných veciach dokáže často bez väčších problémov ochrániť podniky pred rizikami alebo priniesť dodatočný zisk vo forme vyšších úrokov či lepších podmienok pri menových konverziách a pod. Totiž finančné inštitúcie, ktoré podnikateľským subjektom poskytujú finančné služby a mali by stáť na ich strane, nie sú žiadnym spôsobom motivované na poskytovanie výhodnejších služieb pre svojich klientov. Práve naopak. Pre tieto inštitúcie, je omnoho výhodnejšie mať klientov, ktorí sa finančným záležitostiam nerozumejú a bez pripomienok prijímajú ponúknuté podmienky.

Kde majú firmy rezervy

Z praktického hľadiska by som rozdelil pôsobenie firiem na finančnom trhu do dvoch kategórií – investovanie a riadenie finančných operácií. Nakoľko

sa v praxi venujem hlavne prvej oblasti, ďalej v článku podrobnejšie rozvediem možnosti investovania na finančnom trhu. Z pohľadu riadenia finančných operácií, najväčšie rezervy podnikateľských subjektov vidím v oblasti riadenia devízového a úrokového rizika.

V prípade riadenia devízového rizika sa jedná o elimináciu rizika vyplývajúceho z pohybov kurzov mien na devízovom trhu. Množstvo firiem je v tejto oblasti aktívnych a dokážu promptne reagovať na trhové zmeny a prispôbovať svoju stratégiu neustále sa meniacim podmienkam finančného trhu. Nakoľko množstvo firiem obchoduje so zahraničím, sú ich tržby, ako aj náklady často denominované v cudzej mene. Pred príchodom eura sa väčšina týchto finančných tokov konvertovala do slovenskej koruny, čo bankám prinášalo nemalé zisky. V súčasnosti sa s príchodom eura devízové riziko zúžilo na finančné toky najmä v amerických dolároch či švajčiarskych frankoch. Absencia znalostí v oblasti riadenia devízového rizika môže firmám priniesť výrazné straty. Ak sa napr. pozrieme na vývoj kurzu amerického dolára ku slovenskej korune, resp. euru vidíme, že neskorá reakcia na devízové pohyby môže spôsobiť straty rádovo v desiatkach percent. To isté platí pri investovaní. Nakoľko sa väčšina obchodov na finančných trhoch realizuje na burzách v USA, sú aj výsledky obchodovania denominované v dolároch. Nakoľko sa kurz dolára oproti euru dlhodobo neustále oslabuje, môžu byť zisky z investovania realizované v dolároch po prepočte na domácu menu v skutočnosti stratové, čo si však množstvo investorov neuvedomuje. Znalosti v oblasti devízových trhov sú pri firmách obchodujúcich so zahraničím jednou z kľúčových znalostí, nakoľko dokážu správnymi rozhodnutiami firme ušetriť, resp. stratiť množstvo finančných prostriedkov.

Z pohľadu riadenia úrokového rizika sa jedná najmä o aktívny prístup v oblasti externého financovania firiem. Väčšina firiem sa totiž financuje prostredníctvom bankových úverov, čo však nie je jediná dostupná alternatíva. Často sa podniky dokážu lacnejšie financovať na finančnom trhu prostredníctvom emisie dlhopisov, čo si však už vyžaduje iný prístup z ich strany. V časoch prudko sa meniacich podmienok na finančnom trhu môže byť pre firmy skrytý veľký potenciál v reštrukturalizácii svojich dlhov. Úvery, ktoré banky poskytujú svojim klientom, sú totiž úročené úrokom, ktorý sa skladá z dvoch zložiek – úrokovej sadzby na finančnom trhu a riziko-

vej prirážky závislej od bonity klienta a jeho ratingu. V prípade, že je tento úrok stanovený napr. fixnou sadzbou, je tiež možné s použitím správnych finančných nástrojov túto sadzbu meniť na pohyblivú, resp. upravovať výšku úročenia tak, aby pre firmu boli podmienky výhodnejšie a náklady na splácanie úrokov sa znižovali. Nakoľko sa pri takýchto operáciách využívajú najmä deriváty, musia klienti komunikovať so svojimi bankármi, resp. finančnými poradcami. Hoci najväčšie prínosy z takýchto špecifických operácií majú veľké podniky s vysokým úverovým zaťažením, aj pre malé a stredné podniky existujú stratégie, ktoré dokážu ušetriť množstvo prostriedkov a zlepšiť tak vyhliadky podniku do budúcnosti. Preto je nevyhnuté, aby podniky aktívne hľadali tých najlepších poradcov, nakoľko rozdiely medzi finančnými inštitúciami môžu byť v týchto špecifických prípadoch obrovské. To isté sa týka aj nákladov, ktoré firmy v tejto oblasti vynakladajú. Správnu voľbou stratégie a dobrým výberom spolupracujúcej finančnej inštitúcie sa dá veľa ušetriť. Napr. v súčasnosti, keď sú úrokové sadzby na dlhodobých minimách sa dá zmenou podmienok úročenia dosiahnuť významná úspora prostriedkov, ktoré sa v ťažkých dobách dajú použiť omnoho efektívnejšie ako na splácanie predražených úrokov z úverov. Navyše, podmienky sa neustále menia. Treba sa poradiť s odborníkmi, čo je výhodnejšie, či fixovať úrokovú sadzbu alebo ju zmeniť na premenlivú, nakoľko dlhodobé efekty môžu byť veľmi výrazné.

Z pohľadu aktívnej správy voľných finančných rezerv sa často stretávame so situáciami, kedy podniky s voľným kapitálom nepracujú. Je to veľká škoda, pretože aj kapitál má v čase svoju cenu, rovnako ako každé aktívum. Aj na denných úložkách sa pri vysokých objemoch dajú dosiahnuť zaujímavé výnosy. Nehovoriac o situáciách, keď napr. voľné finančné prostriedky ležia ladom na bankových účtoch firmy, ktorá zároveň platí vysoké úroky z kontokorentných úverov. Ďalšou príležitosťou je aktívna správa finančných prostriedkov prostredníctvom burzových obchodov, na ktorú si trúfajú hlavne veľké podniky, ktoré si môžu dovoliť investovať do budovania vlastnej infraštruktúry a tímu odborníkov. Tieto firmy často kombinujú aktívne operácie na finančných trhoch s hedgingom a riadením rizika vyplývajúceho napr. z nákupu komodít potrebných pre výrobný proces. Ani vysoké investície do vybudovania samostatnosti a nezávislosti od finančných inštitúcií však nie sú vždy garantom úspešnosti. Navyše, ani veľké podniky sa nevyhnú spolupráci

s finančnými inštitúciami. Zatiaľ čo však si ekonomicky silné firmy dokážu vydobyť lepšie podmienky pre seba, malé firmy sú väčšinou odkázané na štandardnú ponuku finančných inštitúcií, pre ktoré sú zaujímavé najmä veľké transakcie, a preto stanovujú vysoké mantinely a vstupné bariéry na poskytovanie služieb za nadštandardných podmienok. Prejavuje sa to tým, že mnohé produkty majú nevýhodné podmienky, avšak na získanie lepších podmienok firma nespĺňa požadované ukazovatele. Pri konverziách napr. väčšina klientov bánk používa štandardný kurzový lístok. Pri malých objemoch konvertovanej meny však firma nie je schopná získať lepší kurz, pretože až pri väčších transakciách s objemom nad 10.000 euro sa dohodujú podmienky s bankovým oddelením treasury. Firma tak dokáže konvertovať prostriedky z jednej meny do druhej len za cenu vysokého spreadu, pričom pre banku sa jedná o bezprácný zisk. Ako príklad môže slúžiť stredne veľká firma s ročným obrátom cca 10 mil. euro, ktorá realizovala časté konverzie v čiastkach nižších ako 10.000 euro a banka nebola ochotná tejto firme konvertovať prostriedky za lepších podmienok, ako stanovil oficiálny denný kurzový lístok. Po optimalizácii transakcií a zmene banky sa nám v spolupráci s klientom podarilo ušetriť na konverziách cca 100 tis. eur ročne.

Najčastejšou chybou firiem je, že v oblasti aktívnej správy finančných prostriedkov chýbajú investičné ciele, firmy nevedia čo a ako chcú v tejto oblasti dosiahnuť. Procesy sú neriadené, nijako sa s financiami nepracuje a firmy neinvestujú do zvyšovania úrovne svojich zamestnancov v danej oblasti. Táto charakteristika sa týka najmä malých a stredných podnikov. Je pritom samozrejmé, že na osobnej úrovni, tak ako jednotlivец pracuje s financiami a hľadá na trhu najlepšie príležitosti, musia sa tak správať aj podniky. Väčšina z nich však to nerobí, hlavne tie malé.

Ako sa správať v časoch neistoty

Keď sa pozrieme do histórie finančných trhov, jednoznačne vidíme, že ceny jednotlivých finančných nástrojov a aktív sa vyvíjajú v cykloch. Neexistuje na svete finančné aktívum, ktorého cena len rastie, ale ceny všetkých aktív kolíšu, t. j. rasty sú striedané poklesmi. Nakoľko sa situácia neustále vyvíja a mení, aj stratégia podnikov by sa v tejto oblasti mala vyvíjať a meniť. Znamená to, že firmy musia rýchlo reagovať a prispôbovať sa. Je zrejmé, že firmy sa na finančných trhoch nezaobídu bez podpory odborníkov. Cesta k vytvoreniu takejto spolupráce však môže byť náročná a nie vždy sa zaobíde bez

strát. Správny výber spolupracujúcej finančnej inštitúcie je však kľúčový a v prípade firiem, ktorých podnikanie vo veľkej miere závisí od využívania produktov finančného trhu môže byť aj rozhodujúcim faktorom úspechu či neúspechu firmy. Našťastie v súčasnosti je možné využívať nielen ponuku bankových produktov, ale aj širokú škálu produktov finančných inštitúcií, akými sú napr. obchodníci s cennými papiermi či poisťovne.

Pre lepšiu ilustráciu uvádzam krátku analýzu finančných trhov v 1. polroku 2011, na ktorej je možné dobre sledovať turbulentnú povahu dnešného finančného sveta. Bez schopnosti správne posúdiť riziká a reakcie na zmenu situácie je v súčasnosti veľmi náročné nestrácať prostriedky firmy na finančných operáciách. Na druhej strane, aj súčasná volatilita na burzách ponúka profesionálom množstvo príležitostí na realizáciu zaujímavých profitov. Zmeny na finančných trhoch sa dajú využiť na zmenu, resp. zlepšenie podmienok v prevádzkovaní a financovaní podnikov

Udalosti na svetových trhoch v 1. polroku 2011

Akciové trhy začali prvý polrok 2011 rastom, ktorý podporovalo druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania FEDu v celkovom objeme 600 mld. USD. Akciový index S&P 500 narástol od začiatku roka do polovice februára o 7 %, čo bolo skoro dve tretiny minuloročnej výkonnosti (12,7 %). Stimulácie ekonomiky zo strany FEDu spôsobovali rast nielen akciových, ale aj komoditných trhov. To začali pociťovať hlavne chudobnejšie krajiny, pretože im začala prudko rásť inflácia. Najviac na obyvateľstvo vplývala vysoká cena ropy a po neúrodnom roku aj rastúce ceny potravín, ktoré dokonca lámali historické rekordy. Táto situácia vyústila už koncom roka 2010 do povstania v Tunisku, nepokojov v Egypte, Jemene, Ománe, Bahraine a Lýbii, ktoré mali veľký vplyv na vývoj na finančných trhoch. Z uvedených príčin cena ropy WTI vyskočila nad 100 USD za barrel, pričom dosiahla maximá na úrovni 115 USD za barrel a ropa Brent poskočila k úrovniam 120 USD za barrel, čo malo za následok výrazné zvýšenie ceny palív v Európe.

Po „ropnom šoku“, ktorý vyvolali nepokoje na blízkom východe dostali finančné trhy ďalšiu ranu, spôsobenú silným zemetrasením v Japonsku, ktoré vyvolalo prílivovú vlnu, ktorá poškodila nukleárnu elektrárňu v provincii Fukušima. Zemetrasenie spolu s prílivovou vlnou spôsobili poškodenie viacerých významných podnikov z oblasti elektroniky

a automobilovej techniky ako aj ich dodávateľov, čo následne spôsobilo obmedzenie výroby s dopadom na odberateľov po celom svete. Japonský akciový index Nikkei 225 sa prepadol o 25 % v priebehu týždňa a index S&P 500 klesol v tomto období o 5 %, čím vynuloval zisky od začiatku roka 2011. Nukleárna katastrofa vo Fukušime spôsobila odpor verejnosti proti nukleárnej energii a investori v panike vypredávali všetky aktíva, ktoré sú s týmto sektorom spojené. Napríklad uránový ETF fond Global X Uranium ETF klesol od incidentu vo Fukušime o 47 %. Svetové akciové trhy sa po tejto katastrofe v Ja-

že z dlhodobého hľadiska využívať analýzy na predpovede budúceho vývoja, nakoľko je zrejmé, že trh reaguje na fundamentálne správy, ktoré sa však nedajú dopredu odhadnúť. Z dlhodobého hľadiska je jedinou istotou skutočnosť, že trhy budú prudko reagovať na fundamentálne správy a z toho dôvodu sa budú správať volatilne. Výhoda sa preto presunie na stranu tých investorov, ktorí budú schopní pružne a promptne prispôbovať svoju stratégiu týmto zmenám. Najväčšou konkurenčnou výhodou sa tak stáva schopnosť investora okamžite reagovať na vývoj a dokázať zarábať na prudkých výkyvoch kurzov,

pričom pravdepodobnosť úspechu rastie s rýchlosťou reakcie investora. Čím rýchlejšie dokáže reagovať a využiť krátkodobé (aj niekoľko minútové) zmeny na trhu, tým skôr môže zrealizovať svoj profit a čakať na ďalšiu vhodnú príležitosť a v správnom okamihu ju zrealizovať. Pre sofistikovaného investora tento trh ponúkol dostatok príležitostí na realizáciu zisku, avšak pre neskúseného investora bola volatilita vysoká, čo najmä v prípade použitia derivátov bolo mimoriadne rizikové a väčšina investorov takého prudké výkyvy nevydržala

a opustila trh so stratou.

Dlhopisový trh

Prostredie pre investovanie do dlhopisov bolo na začiatku roku 2011 neisté. Obrovské množstvo emitovaného dlhu vo forme dlhopisov, či už štátnych alebo korporátnych, predznamenovalo nadmerné prevyšovanie ponuky nad dopytom na celom trhu s dlhopismi. Dobré správy o rozbiehajúcej sa ekonomike po kríze, najmä v rozvojových krajinách Ázie, a s tým spojené inflačné tlaky a potenciálne potreby úprav monetárnych politík iba podporovali pravdepodobnosť poklesu cien dlhopisov. Avšak niektoré fundamentálne a psychologické faktory spôsobili, že počas prvého a druhého štvrtroku 2011 dopyt prevyšoval ponuku a ceny dlhopisov rástli. Najdôležitejším fundamentálnym faktorom bola bez pochyb stimulačná politika amerického FEDu. Druhé kvantitatívne uvoľňovanie bolo zamerané najmä na nákup dlhopisov od amerických bánk, aby sa tak dostali ďalšie peniaze do obehu, čo výrazne zvyšovalo dopyt po dlhopisoch a ich ceny. Ďalším fundamentálnym faktorom bola rekapitalizácia amerických bánk -prostredníctvom diskontného okna FEDu, keď si americké banky mohli požičiavať obrovské



ponsku dokázali spamätať a s pomocou stimulov z druhého kola kvantitatívneho uvoľňovania dosiahli nové maximá. Avšak veľmi vysoká cena ropy a do popredia vystupujúce dlhové problémy v eurozóne spôsobili, že rast akciových trhov stratil dynamiku. Dlhové problémy juhu eurozóny sa začali dostávať opäť na prvé stránky novín od apríla, kedy začali rásť náklady na poistenie portugalského dlhu a tým začali rásť aj požadované výnosy na portugalských dlhopisoch. Keď sa úroky na 10-ročných vládnych dlhopisoch priblížili k 9 % p.a., portugalská vláda začala rokovať o poskytnutí záchranného úveru z Európskeho stabilizačného fondu (tzv. Eurovalu). Výška záchranného úveru dosiahla 110 mld EUR a Portugalsko ho bude čerpať v priebehu troch rokov. Po zažehnaní portugalských problémov sa uprel zrak investorov na Grécko, z ktorého prenikali správy, že sa peniaze z bilaterálnych pôžičiek z roku 2010 mínajú a Grécko nedodríava podmienky dohodnuté pri poskytovaní pôžičiek.

Pohľad na vývoj akciového indexu S&P ukazuje, že kurzy sa pohybovali oboma smermi a nakoniec skončili svoje polročné putovanie v pluse. Taktiež je z analýzy udalostí zrejmé, že súčasný investor nemô-

množstvá peňazí za nízku cenu a kupovať krátkodobé dlhopisy, ktoré počas pôžičky vynášali viac ako bola cena na ich obstaranie. Samozrejme kvantitatívne uvoľňovanie už nebude v druhom polroku aktuálne, čo môže výrazne ovplyvniť ceny dlhopisov.

Dlhopisy boli investormi vnímané ako bezpečná investícia s vysoko pravdepodobným výnosom. Najmä štátne dlhopisy krajín s vysokým ratingom a nízkou pravdepodobnosťou bankrotu boli dlhodobo vnímané ako bezpečný prístav, hlavne v časoch neistoty ziskov iných, rizikovejších aktív. Udalosti tohto roka však postavili na hlavu aj teóriu o nízkej rizikovitosti štátnych dlhopisov. Situácia v Grécku a ostatných postihnutých krajinách eurozóny ukázali, že zbankrotovať môže aj krajina, ktorá bola do nedávna vnímaná ako bezpečná. V takom prípade sa aj dovtedy „bezpečný“ dlhopis môže zmeniť na bezcenný kus papiera.

Komoditný trh

Vývoj cien komodít závisí vo veľkej miere od vývoja ekonomiky ako celku. Niektoré verejnosťou úzko sledované komodity, ako napríklad ropa, zlato či striebro navyše podliehajú vplyvom špekulácií. Všetky komoditné sektory majú svoje špecifiká, ktoré ovplyvňovali ich vývoj pod vplyvom udalostí prvého polroka 2011.

Napriek špecifikám sú všetky komodity pod vplyvom celosvetovej zmeny charakteristík populácie a rastu strednej triedy. Rastúci počet ľudí so stredným príjmom, hlavne v ázijských krajinách s veľkým počtom obyvateľov, zvyšuje dopyt po komoditách všeobecne. Množstvo nálezísk a poľnohospodárskych plôch sa pritom radikálne nezvyšuje. Zvýšená efektívnosť ťažby a pestovania síce napreduje vysokým tempom, no pri súčasnom geopolitickom vývoji dopyt rastie rýchlejšie ako ponuka. Ceny tak pri väčšine komodít rastú. Inak tomu nebolo ani na začiatku roka 2011. Medziročný rast HDP v Číne bol v prvom kvartáli „iba“ 9,7%. Tento rast v najľudnatejšej krajine sveta prevyšuje miestnu infláciu, čo znamená, že príjmy veľkého počtu ľudí a tým aj ich spotreba rastú. Rovnaká situácia je aj v druhej najľudnatejšej krajine sveta Indii, kde medziročný rast v prvom štvrtroku dosiahol 7,8%. Celkovo tak dopyt zostáva v rastovom trende a ceny sú omnoho citlivejšie na zmeny v ponuke komodít.

Ponuka v energetickom sektore bola asi najohro-

zenejšia spomedzi všetkých komodít. Obdobie jari prinieslo množstvo nepokojov na severe Afriky a na Blízkom Východe, teda v oblasti ťažby ropy. Cena ropy postupne rástla a počas nepokojov v Lýbii dosiahla tohtoročné vrcholy. Na grafe ropy môžeme vidieť cenové výkyvy zaznamenané v priebehu tohto roka. Investori v rope dostali príležitosť na realizáciu ziskov rádovo v tisícoch USD na kontrakt. Ropa však prudko reaguje na fundamentálne správy a preto môže byť pre investora ťažko odhadnuteľná.



Cenné kovy počas prvého polroka ťahalo striebro. Sektor cenných kovov rástol nielen kvôli rastom strednej triedy, ale aj kvôli monetárnej politike USA a inflačným tlakom spôsobeným rastom cien komodít. Strach zo straty hodnoty peňazí lákalo množstvo investorov k investovaniu do drahých kovov, ktoré sú vnímané ako uchovávatelia hodnoty. Cenné kovy tak väčšinu prvého polroka rástli. Neistota zo situácie v Japonsku a na blízkom východe rovnako podporovala cenu cenných kovov. Rast sa zastavil až so začiatkom korekcie na akciových trhoch, ktorá sa preniesla aj do komodít. Na striebro navyše vplývali aj psychologické faktory, keď sa nadmerná eufória prejavila v parabolickom raste jeho ceny. Neúnosnú cenu nasledoval prepád až k dvestodňovým priemerom. Prasknutie tejto bubliny bolo počiatočným stimulom korekcie komodít a akciových trhov.

Podobne je na tom zlato, ktoré dlhodobo prekonáva svoje predchádzajúce vrcholy. Je možné, že jeho vysoká cena, ktorá je tlačaná neustálym dopytom, sa dostane na svoj vrchol, z ktorého môže po prasknutí bubliny prudko spadnúť. Posledné augustové prepady (rádovo v percentách) nabádajú investorov na veľkú opatrnosť.

Ceny potravín rovnako rástli. Okrem socio-ekonomických faktorov vysoké ceny podporovalo aj poča-

sie, ktoré minulý rok spôsobilo malé zbory a vyprázdnenie skladových zásob, ktoré sa dostali na historické minimá. Zlé počasie na začiatku roka ohrozovalo včasnú sejbu a tak aj pokrytie dopytu. S dobrými správami o počasí a uskutočnenej sejbe sa potraviny pridali ku všeobecnej korekcii na trhoch. Pre globálne tlaky by mali ceny potravín v dlhodobom horizonte naďalej rásť.

Vývoj cien priemyselných komodít kopíroval vývoj ostatných komodít a dlhodobý výhľad zostáva rovnako rastový.

Devízový trh

Americké kvantitatívne uvoľňovanie zvýšilo objem dolárov v americkom a celosvetovom obeh. Avšak zvýšenie tohto objemu spôsobuje okrem pozitívnych monetárnych efektov aj rozriedenie súčasnej hodnoty meny. Dolár, v minulosti vnímaný ako bezpečný prístav, aj preto ani počas japonskej katastrofy, ani počas nepokojov na blízkom východe výrazne neposilnil a od začiatku roka klesal voči všetkým významným menám. Jeho prvé posilnenie prišlo až s korekciou na akciových a komoditných trhoch. Možno očakávať, že rozriedenie hodnoty amerického dolára už je odzrkadlené v jeho súčasných cenách a ďalšie správanie bude viac v súlade s históriou. Veľký úrokový diferenciál medzi USA a inými krajinami bude pravdepodobne znamenať jeho oslabovanie voči ich menám (z dôvodu carry trade). Rovnako rast cien komodít by sa mal prejavíť v oslabovaní dolára voči komoditným menám.

Euro sa napriek problémom periférnych krajín Eurozóny výrazne neoslabilo. Japonský jen posilňoval voči všetkým menám až do zásahu centrálnych bánk krajín G7, ktoré sa po japonskej katastrofe rozhodli pomôcť Japonsku oslabením jenu. Jen sa od intervencie drží voči doláru na rovnakej úrovni a voči väčšine ostatných mien jemne oslabuje. Dá sa preto povedať, že intervencia bola úspešná a pre ďalšiu prípadnú intervenciu by bolo potrebné ďalšie výrazné posilnenie jenu voči všetkým menám a nielen doláru. Na otázku, čo prudké pohyby spôsobujú podnikom, ktoré sú aktívne na zahraničných trhoch, si musia tieto podniky odpovedať sami. Absencia stratégie v tejto oblasti však dokáže zamávať financiami v takýchto podnikoch a nezriedka zmeniť úspešný podnik na neúspešný.



Akciový trh

Akciové trhy v prvom polroku 2011 citlivo reagovali na popísané udalosti. Na ich vývoj vplývali v prvom štvrťroku aj pozitívne správy o výsledkoch spoločností za prvý štvrťrok, monetárne stimuly a pokrízové úsporné opatrenia firiem. Od začiatku roka však rástli ceny energií a komodít, zvyšovali sa inflačné tlaky a očakávania hospodárskych výsledkov firiem sa tak dostávali stále viac pod tlak. Investori prehodnocovali súčasné hodnoty akcií a vlastných pozícií tak, aby boli v súlade s novými očakávaniami. Neistota s gréckym dlhom a blížiaci sa koniec kvantitatívneho uvoľňovania nepridávali k pozitívnemu sentimentu investorov.

Európske a americké akciové indexy v priebehu polroka poklesli k svojim dvestodňovým priemerom. Akciové trhy rozvíjajúcich sa trhov boli naopak silnejšie a držali sa v blízkosti svojich vrcholov. Niektoré dokonca koncom polroka dosiahli na nové historické maximá. Čína a India zostávajú na úrovniach hlbšej korekcie, čo je dôsledkom najmä silnej protiinflačnej politiky. S koncom rastu inflácie, čo je s klesajúcimi cenami komodít pravdepodobnejšie, by mali niektoré reštriktívne politiky byť uvoľnené, čo môže znamenať návrat k rastom na týchto trhoch, čo by mohlo stimulovať celosvetové trhy k novým maximám. S ústupom fundamentálnych stimulov cien dlhopisov je pravdepodobný odliv investorov z tejto investície s pevným výnosom k rizikovým investíciám, čo by vo všeobecnosti tiež malo pozitívne stimulovať akciové a komoditné trhy.

Obdobie vysokej volatility na trhoch nekončí

Na potvrdenie tvrdenia, že búrlivé obdobie na burzách ešte zďaleka nie je za nami som použil graf akciového indexu S&P 500 od začiatku roka do konca augusta. Zatiaľ čo polročné obchodovanie končil

tento index nad úrovňou 1300 USD, koncom augusta sa jeho cena nachádzala o 100 USD nižšie, pričom sa krátkodobo obchodovala aj na úrovni okolo 1100 USD. Tento výpredaj dokázal za krátky čas zruinovať nielen množstvo individuálnych investorov, ale výrazne zasiahol aj penzijné, investičné či hedgové fondy. Je vysoko pravdepodobné, že obdobie vysokej volatility sa týmto neskončilo, ale bude pokračovať. Na tomto jednoduchom grafe je dobre viditeľné, aké dokážu byť finančné trhy nebezpečné a nevyspytateľné. Neprerobiť v tomto prostredí sa preto javí ako umenie a množstvo investorov ráta svoje straty v desiatkach percent.

Z tejto krátkej analýzy je zrejmé, že prostredie na burzách bolo v 1. polroku mimoriadne volatilné, s prudkými výkyvmi oboma smermi, pričom väčšina investorov zaznamenala veľké straty. Pritom množstvo fundamentov, ktoré vplývali na tieto pohyby je vopred neodhadnuteľné a ťažko sa proti nemu brániť. Výsledkom je, že denné poklesy a vzostupy hlavných finančných nástrojov sa dali počítať v percentách, pričom sme zaznamenali aj pohyby v rozpätí 5%. Subjekty, ktoré na dané podmienky neboli pripravené, zrealizovali stratu. Z toho je vidieť, že púšťať sa do burzových operácií bez potrebného zázemia je vysoko rizikové a môžeme očakávať, že situácia bude nepokojná aj nadchádzajúcich mesiacoch. Čo z toho vyplýva pre firmy? Moje odporúčanie je nepúšťať sa do burzových operácií, ktorým dokonale nerozumiete a bez potrebnej asistencie. V súčasnosti je životne dôležité mať kvalitné zázemie v podobe finančnej inštitúcie, ktorá pracuje v prospech klienta a dokáže mu dobre poradiť vo finančných otázkach. Na finančnom trhu totiž existuje množstvo produktov, do ktorých sa dá investovať, ich správny výber a taktiež dobré načasovanie obchodov je však nesmierne dôležité. Obchodovať na burze na vlastnú päsť sa totiž zvyčajne nevypláca.

Záver

Finančné trhy v 1. polroku 2011 spôsobili vrásky na tvárach mnohých investorov. Neistota vyvolaná panikou na finančných trhoch a neistou situáciou v riešení problémov USA a EU sa vliala aj do bežnej ekonomiky. Analytici začínajú hovoriť o pokračovaní finančnej krízy a chmúrnych vyhlídkach zadlžených a nad pomery žijúcich krajín. Žiadny podnikateľský subjekt nemôže ignorovať význam a dôležitosť finančných trhov pre bežnú ekonomiku. Finančný trh je indikátorom ekonomického vývoja a trhové sily zabezpečujú, že burzy sú najlepším ba-

rometrom ekonomického vývoja. Akékoľvek pohyby na nich sa okamžite prejavujú v cenách finančných nástrojov, peňazí či na úrokových mierach. Pohybovať sa na trhu bez dobrého finančného manažmentu môže byť pre firmy osudné. Tak, ako si nikto v chorobe netrúfne operovať či liečiť sa sám, ale využije služby lekára či nemocnice, nie je rozumné sa v týchto časoch snažiť o finančné riadenie bez pomoci a podpory profesionálov. Na správne zvládnutie nástrah finančného trhu je potrebná špecializácia a odbornosť. Hoci je v poslednom období reputácia bankárov a špecialistov na financie naštrbená, spolupráca s kvalitnou finančnou inštitúciou môže firmám výrazne pomôcť preplávať cez rozbúrené vody finančných trhov. Panika na trhoch totiž nahráva tým, ktorí sa financiám rozumejú a dokážu sa v neistom prostredí pohybovať. Z uvedených faktov je dobre viditeľné, že na burzách sa dalo v uplynulom polroku dobre zarobiť, ale aj zrealizovať vysoké straty. Púšťať sa do obchodov na burze bez potrebných znalostí je mimoriadne nebezpečné. Profesionálne inštitúcie, ktoré sa venujú obchodovaniu na burze majú vytvorenú potrebnú infraštruktúru na to, aby mohli dlhodobo dosahovať úspech a zarábať. Väčšina neprofesionálnych investorov na burzách však dlhodobo prerába. Preto je voľba a výber správnych partnerov na poli finančných trhov jedným z kľúčových podnikateľských rozhodnutí, ktoré neraz rozhoduje o úspechu či neúspechu danej firmy. Finančná kríza dostatočne preverila kvalitu finančných inštitúcií a ich klienti mali možnosť zúčastniť sa toho a na vlastnej koži si overiť, či ich bankári a poradcovia stoja za to alebo nie. Odporúčanie pre firmy je vyvodiť závery z týchto vlastných skúseností a žiadať od finančných inštitúcií špičkové služby za dobrú cenu. Na to, aby dokázali tieto služby identifikovať a ohodnotiť, musia investovať do vlastnej finančnej gramotnosti a neustále zvyšovať úroveň svojich znalostí. Finančné inštitúcie zažili ťažké časy a budú nútené počúvať hlas svojich klientov. Z dlhodobého hľadiska je práve teraz príležitosť na to, aby firmy zlepšili svoju pozíciu na finančnom trhu výberom správneho partnera. Taktiež nám nedávna minulosť poskytla dostatočné množstvo príkladov, ako sa na finančnom trhu nesprávať. K finančnej gramotnosti totiž patrí aj schopnosť učiť sa z chýb tých druhých a neopakovať chyby, ktoré už niekto urobil na vlastnej koži.

*Autorom článku je Marek Kudzběl,
Symptatia Financie, o.c.p., a.s.*

3D Secure – bezpečné platby kartami na internete

Viktória Vargová

Jednou z najprogresívnejších a dynamicky sa meniacich oblastí bankovníctva je oblasť elektronického bankovníctva, kde môžeme zaradiť platobné karty. S rastom trhu platobných kariet a s postupujúcou elektronizáciou platobného styku rezonujú otázky bezpečnosti platieb platobnými kartami, tak pre držiteľov kariet, vydavateľov kariet i prijímateľov kariet (obchodníkov). Problematika je značne široká, preto príspevok selektívne pomenoval niektoré aspekty vybrané aspekty bezpečných platieb kartami v kontexte implementácie 3D Secure.

Rastúci trh platobných kariet a ich význam v platobnom styku

Platobné karty sú dôležitým platobným nástrojom. Na európskom trhu tvoria takmer 40 %-tný podiel na bezhotovostných platbách popri iných formách bezhotovostného platobného styku (platobný príkaz, inkaso, šeky a pod.).

Globálne dochádza na trhu platobných kariet k vyrovnanému rastu, a to aj napriek náročným ekono-

mickým podmienkam v období posledných rokov. V roku 2010 bol celosvetovo dosiahnutý 5%-tný nárast v počte vydaných platobných kariet oproti predchádzajúcemu roku a podľa údajov RBR (Retail Banking Research, London) dosiahol počet vydaných platobných kariet 8 miliárd.

Na trhu platobných kariet dochádza nielen k nárastu ich počtu, ale aj k nárastu počtu i celkového objemu transakcií realizovaných platobnými kartami, pričom prevyšuje počet platieb na platobných termináloch (Electronic Funds Transfer at Point of Sale, ďalej POS) nad výbermi z bankomatov (Automated Teller Machine, ďalej ATM). Vývoj signalizuje pokles priemernej hodnoty jednej transakcie kartou, čo odráža využívanie platobných kariet aj pri platbách nižších súm. Platobné karty sa stávajú každodenným nástrojom platieb.

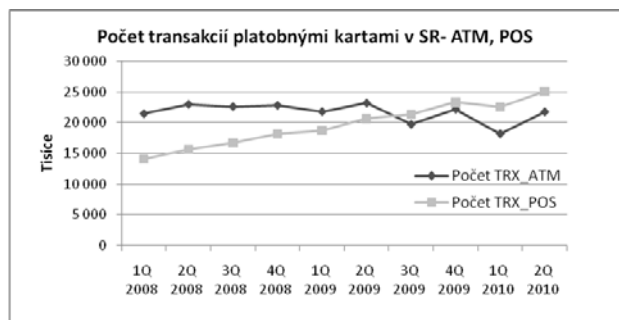
Trendy vývoja potvrdzujú aj údaje spoločnosti VISA Europe, ktorá má dominantné postavenie na trhu platobných kariet, ako aj vývoj v rámci bankového sektora SR.

Tabuľka: Vybrané ukazovatele vývoja trhu platobných kariet VISA

Ukazovateľ trhu platobných kariet	2006	2007	2008	2009	2010
Počet vydaných kariet (v tis.)	319 965	343 070	360 988	380 219	407 574
Počet transakcií (v tis.)	17 414 162	18 971 229	20 705 549	21 888 906	24 438 083
Objem transakcií držiteľmi platobných kariet (v tis. €)	1 073 781 676	1 182 400 466	1 295 322 367	1 337 434 831	1 464 546 022
AVG počet transakcií na POS/na kartu	43,2	44,1	46,4	47,6	51,0
AVG hodnota transakcie na POS (€)	52,4	52,8	52,4	50,2	49,5

Zdroj: spracované podľa VISA Europe, Annual Report 2010, Year ending June

Vývoj počtu transakcií platobnými kartami v podmienkach SR



Zdroj: spracované podľa údajov ZBK, SBA

V podmienkach SR prevýšil po prvýkrát počet platieb kartami, počet realizovaných výberov z bankomatov v 3.Q.2009, čo možno pokladať za dôležitý zvrat vo vývoji trhu. V uvedených štatistikách sa pod transakciami na POS termináloch obchodníkov zahŕňajú aj platby e-commerce, t.j. platby u obchodníkov na internete. Aj napriek rastúcemu trendu, je podiel týchto platieb v našich podmienkach zatiaľ nízky. Táto skutočnosť však vyplýva z objektívnych príčin. Pozitívny je dynamicky rastúci trend.

Bezpečnosť platieb platobnými kartami

S vyššou frekvenciou používania platobných kariet sa spája aspekt **bezpečnosti**. Otázka bezpečnosti platieb kartami je pomerne široká. Akcentujeme zatiaľ 2 kľúčové nástroje, resp. implementované technológie, ktoré vo významnej miere prispeli, resp. s postupnou implementáciou ešte len prispievajú, k zvýšeniu bezpečnosti platieb platobnými kartami. A to:

- **EMV Štandard** (názov odvodený podľa troch organizácií spolupracujúcich na vývoji EMV - Europay/ MasterCard/ VISA) je globálny štandard pre kreditné a debetné karty založený na čipovej technológii. Vo Veľkej Británii označovaný ako technológia **Chip and PIN**.
- **3D Secure Protokol**, ktorého názov odráža autentifikáciu platieb na modeli troch domén: doména prijímateľa karty, doména vydavateľa karty a doména interoperability.

EMV Štandard

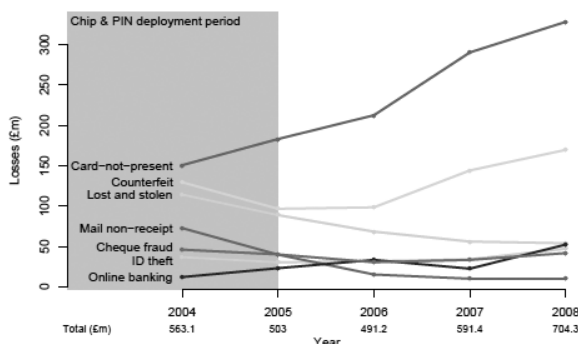
Cieľom EMV je zavedenie štandardov pri spracovaní debetných a kreditných transakcií a zabezpečenie globálnej interoperability čipovej technológie. Základom EMV štandardu je mikroprocesor uložený v čipe, ktorý je súčasťou platobnej karty. Prostredníctvom neho sa zvyšuje bezpečnosť platieb a rozši-

rujú možnosti využitia kariet, ktoré predtým magnetický prúžok neumožňoval.

Implementácia tejto technológie priniesla požiadavku na autorizáciu platby zadáním PIN-kódu pri tzv. „face to face“ transakciách, t.j. transakciách, kde je fyzicky prítomná platobná karta. Tento nový štandard výrazne znížil počet zneužitých platobných kariet, hlavne:

- pri strate a krádeži,
- pri imitácii platobných kariet, či
- pri doručovaní kariet vydavateľom držiteľovi poštou.

Ako príklad uvádzame vývoj objemu strát zo zneužitých platobných kariet v podmienkach Veľkej Británie, kde bola v roku 2004 implementovaná technológia „Chip and PIN“. Po implementácii technológie Chip and PIN došlo k výraznému poklesu zneužitia platobných kariet: formou imitácie platobnej karty, po strate a krádeži platobnej karty, či pri doručení karty držiteľovi poštou. Na druhej strane došlo však k výraznému nárastu zneužití platobných kariet, pri transakciách CNP („card not present“, teda kde nie je platobná karta fyzicky prítomná), čo predstavujú platby cez internet, platby na základe telefonickú, či mailovej objednávky.



Zdroj: Steven J. Mudroch – Ross Anderson. 2010. Verified by Visa and MasterCard SecureCode: or, How Not to Design Authentication. Computer Laborator, University of Cambridge, UK.

V súvislosti s implementáciou projektu SEPA, kde mali banky v podmienkach SR povinnosť implementovať technológiu Chip and PIN do konca roka 2008, možno pozorovať obdobný trend. Ten nám potvrdili interné zdroje vybraných bánk. V niektorých prípadoch bol v roku 2010 podiel počtu zneužitých kariet pri platbe na internete k celkovému počtu zneužitých kariet až vo výške 85%. Ako eliminovať, resp. minimalizovať riziko zneužitia platobnej karty pri transakciách CNP, kde sa nevyžaduje autorizácia platby zadáním PIN kódu?

Riešenie ponúka implementácia autorizácie on-line platieb využitím 3D SECURE Protokolu tak na strane obchodníka, ako i držiteľa platobnej karty, resp. jeho vydavateľa.

3D Secure Protokol

Projekt 3D Secure úzko súvisí s rozvojom e-commerce, t.j. nakupovanie a predávanie výrobkov alebo služieb cez elektronické systémy ako napríklad internet. Dôležitým aspektom rozvoja e-commerce je poskytovanie jednoduchej, dôveryhodnej a hlavne bezpečnej cesty efektívnej transakcie pre zákazníka. Až pre 90% online nákupov cez Internet sú najviac využívané platby prostredníctvom kreditných kariet. 3D Secure je možnosť zabezpečenia vyššej bezpečnosti platieb platobnou kartou a eliminácie e-commerce podvodov.

3D Secure je technický štandard (protokol) vytvorený spoločnosťami VISA a MasterCard pre ďalšie zabezpečenie CNP (card not present) transakcií realizovaných cez internet.

Visa označuje ich systém „Verified by Visa“ a MasterCard používa označenie „MasterCard SecureCode“.



Základný koncept protokolu spočíva vo väzbe procesu autorizácie transakcie na online autentifikáciu držiteľa karty. Autentifikácia je založená na modeli troch domén:

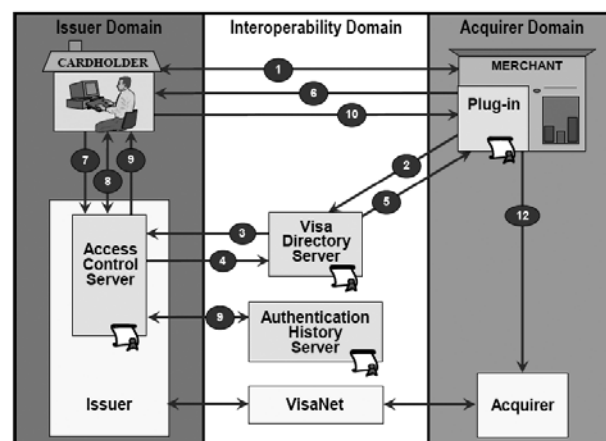
- doména prijímateľa karty (acquirer),
- doména vydavateľa karty (issuer) a
- doména interoperability (infraštruktúra poskytovaná kartou asociáciou VISA/MasterCard).

Protokol používa XML správy poslané cez zabezpečené SSL spojenie overením oboch zúčastnených strán – „server and client“ použitím digitálnych certifikátov.

V podmienkach SR je zatiaľ v prevažnej miere implementovaná 3D Secure technológia na strane obchodníkov, čo znamená, že kupujúci na internete neposkytuje údaje o svojej karte obchodníkovi, ale priamo banke. Prenos informácií o karte prebieha pomocou HTTPS protokolu, ktorý údaje klienta zakóduje tak, že sú prístupné iba pre banku.

3D Secure Protokol je však možné implementovať aj na platobnú kartu. V tomto prípade je platba kartou cez internet zabezpečená ďalším bezpečnostným prvkom – heslom, ktoré pozná iba držiteľ karty.

Priebeh 3D Secure autentifikácie



Zdroj: spracované podľa Verified by Visa, System Overview, External Version 1.0.2., 2006, Visa International Service Association, External Version, 30.12.2006, Visa Public.

1. Držiteľ karty realizuje nákup u obchodníka na internete
2. Server obchodníka inicializuje 3D Secure proces
3. VISA/MasterCard Server spracuje požiadavku a ak karta podporuje 3D Secure, presmeruje požiadavku na server vydavateľa karty
4. Server vydavateľa karty potvrdí, či karta naozaj podporuje 3D Secure a zasiela odpoveď na server VISA/MasterCard
5. VISA/MasterCard Server presmeruje požiadavku na obchodníka
6. Obchodník posíla požiadavku na autentifikáciu cez stránku na držiteľa karty
7. Server vydavateľa karty obdrží požiadavku zo stránky obchodníka na overenie držiteľa karty a inicializuje overenie
8. Držiteľ karty zadá heslo
9. Server vydavateľa zasiela výsledok overenia
10. Obchodník dostáva výsledok autentifikácie držiteľa karty a spracováva požiadavku na platbu
11. Obchodník zasiela platbu na autorizáciu k vydavateľovi

Ak sa pozrieme na implementáciu 3D Secure z pragmatického pohľadu držiteľa karty – zjednodušujeme procesnú postupnosť a prinášame pragmatické doplnenia v nasledujúcom zobrazení.

3D Secure platba z pragmatického pohľadu

Zdroj: vlastné spracovanie

K zobrazeniu priebehu transakcie platby na internete s autorizáciou 3D Secure dávame do pozornosti 2 aspekty:

■ **Implementácia 3D Secure na strane obchodníka**, čo zabezpečuje, že držiteľ karty po objednaní tovaru/ služby a po výbere spôsobu platby platobnou kartou je presmerovaný na server banky, kde zadáva potrebné údaje – číslo karty, platnosť karty, ochranný kód (CVV/CVC). Čo znamená, že obchodník sa nedostáva k údajom o platobnej karte.

Príklad:

Držiteľ karty realizuje na stránke obchodníka vytvorenie objednávky a jej potvrdenie. Ak obchodník nepodporuje 3D Secure, nasledujúca stránka je generovaná ním a zadávané údaje o karte sú preňho viditeľné. Tie následne spolu so sumou transakcie zasiela jeho banke (acquirer) na autorizáciu. Ak obchodník podporuje 3D Secure (čo znamená, že na jeho stránke je zobrazené označenie „Verified by Visa“ alebo „MasterCard SecureCode“), držiteľ karty je presmerovaný zo stránky obchodníka na stránku banky obchodníka (acquirer), kde zadá detaily o karte. Banka tieto údaje nezdieľa s obchodníkom. Obchodník má k dispozícii iba identifikačné číslo transakcie.

■ **Implementácia 3D Secure na platobnej karte** navyše prináša ďalší ochranný prvok a klient je požiadaný o identifikáciu prostredníctvom hesla. Pričom heslo môže byť statické, ktoré pozná iba držiteľ karty, alebo môže byť dynamické, t.j. generované jedinečné heslo pre potvrdenie každej

transakcie, ktoré je zasielané na mobilné číslo, ktoré si zvolí držiteľ karty.

Príklad:

Banka (Acquirer) presmeruje požiadavku na transakciu podľa čísla karty do kartovej spoločnosti. Server kartovej spoločnosti rozpozná, či sa číslo karty nachádza v intervale čísel kariet, ktoré podporujú 3D Secure a prepošle túto požiadavku banke – vydavateľovi karty (issuerovi). Server vydavateľa ďalej rozlíši, či má táto konkrétna karta aktivovanú 3D Secure autentifikáciu. Ak nie, transakcia sa dokončí štandardne bez 3D Secure autentifikácie. Ak áno, pošle na obrazovku držiteľa karty požiadavku na zadanie kódu:

Kód resp. heslo pozná iba držiteľ karty a môže byť statické alebo dynamické – t.j. jedinečné heslo pre každú transakciu zasielané klientovi formou SMS na ním zvolené telefónne číslo. Ak je kód správny, transakcia je ešte autorizovaná štandardným procesom na zostatok na účte a po úspešnej autorizácii sa zobrazí držiteľovi karty informácia o úspešnom dokončení nákupu.

Výhody implementácie 3D Secure

Pre **držiteľa karty** prináša implementácia 3D Secure Protokolu na strane obchodníka vyššiu bezpečnosť realizovanej platby, ak je aj karta držiteľa zapojená do systému 3D Secure, získava klient najvyšší stupeň ochrany platieb na internete.

Obchodník je motivovaný využívať technológie 3D Secure z hľadiska väčšej dôveryhodnosti i z hľadiska znižovania nákladov alokovaných na riešenie karto-

vých podvodov. Napr. ak by bola karta klienta zapojená v systéme 3D Secure a obchodník by nemal implementovanú technológiu 3D Secure v rámci e-commerce, znášal by pri prípadnom zneužití karty stratu klienta.

Vydávateľ karty (banka) sleduje implementáciou 3D Secure zabezpečenie bezpečnosti platieb kartou svojich klientov, zníženie počtu a objemu e-commerce podvodov, zníženie prevádzkových nákladov na risk monitoring a riešenie reklamácií zo zneužitia karty, zvýšenie dôvery v používanie kariet na internete.

Záver

Vyššia bezpečnosť kariet i transakcií platobnými kartami je nevyhnutným aspektom, ktorý sa spája s rozvojom trhu. Podľa RBR (Retail Banking Research, London) dosiahne globálny trh platobných kariet do roku 2015 rozsah 10 miliárd (pri počte vydaných 8 mld. kariet v roku 2010), ešte vyšší sa predpokladá rast objemu transakcií platobnými kartami – až o 7,4% do roku 2015 a rast počtu EFT POS o 5,3% do roku 2015. Tieto predpoklady rastu trhu sú výzvou pre poskytovanie čo najvyššej bezpečnosti kariet i platieb kartami. Implementácia 3D Secure sa tak javí ako zaujímavý a dôležitý nástroj zvyšovania bezpečnosti platieb kartami na internete tak z pohľadu držiteľa karty, ako i z pohľadu prijímateľa karty, t.j. obchodníka prevádzkujúceho e-commerce.

Zoznam použitých zdrojov:

1. Cashless payments growth rate slows. In: Banking Automation Bulletin, Issue 279, October 2010. Dostupné na:

www.rbrlondon.com/bulletin

2. Competition to intensify in expanding cards market. In: Banking Automation Bulletin, Issue 286, August 2011. Dostupné na: www.rbrlondon.com/bulletin
3. Fraud. The Facts 2011. Financial Fraud Action UK. Dostupné na: <http://www.financialfraudaction.org.uk/downloads.asp?genre=facts%20and%20figures>
4. Is cash really „costly and inefficient“? In: Banking Automation Bulletin, Issue 276, July 2010. Dostupné na: www.rbrlondon.com/bulletin
5. Steven J. Mudroch – Ross Anderson. 2010. Verified by Visa and MasterCard SecureCode: or, How Not to Design Authentication. Computer Laborator, University of Cambridge, UK.
6. Verified by Visa, System Overview, External Version 1.0.2., 2006, Visa International Service Association, External Version, 30.12.2006, Visa Public. Dostupné na: http://www.visaeurope.com/en/visa_europe.aspx
7. Visa Europe Annual Report 2010, 2011. Dostupné na: http://www.visaeurope.com/en/visa_europe.aspx
8. Všeobecné podmienky pre vydanie a používanie platobnej karty. Dostupné na: www.csob.sk
9. <http://www.zbk.sk/stranka/statisticke-udaje>
10. <http://www.sbaonline.sk/sk/bankovy-sektor/statistika/>

Autorkou článku je Ing. Viktória Vargová, PhD., z Katedry bankovníctva a poisťovníctva, Bankovní institut vysoká škola, Banská Bystrica

Vývoj cien 5 ročných swapov kreditného zlyhania

Írska a Grécka v rokoch 2009 – 2011

Ľubomír Pinter

V úvode príspevku sa budem snažiť vymedziť pojem swapu kreditného zlyhania (CDS), pričom svoju pozornosť zameriam na komparáciu CDS s produktom poistenia. V ďalšej časti poukážem na vývoj cien 5 ročných CDS vybraných krajín PIIGS v rokoch 2009-2011.

Swap kreditného zlyhania (CDS), predstavuje dvojstranný kontrakt, v rámci ktorého kupujúca strana úverovej ochrany platí predávajúcej strane sériu platieb a naopak dostáva od predávajúcej strany plnenie v okamihu, keď v prípade kreditného inštrumentu (dlhopisu, úveru) na ktorý je CDS naviazaný, dôjde k vzniku kreditnej udalosti. Za základnú kreditnú udalosť môžeme považovať napríklad nesplatenie dlhopisu alebo úveru. Ďalšou možnosťou v praxi je situácia, kedy kreditný inštrument prechádza reštrukturalizáciou (predĺženie splatnosti dlhopisu resp. úveru), alebo situácia, kedy dôjde k zníženiu investičného ratingu.

CDS sa veľmi často prirovnáva k poistke – kupujúci poistku platí dopredu stanovenú cenu a dostáva poistné plnenie pri vzniku poistnej udalosti. Túto logiku však nie je možné aplikovať paušálne, pretože medzi CDS a samotným produktom poistenia existujú aj mnohé rozdiely:

- Kupujúci CDS *vôbec nemusí vlastniť* podkladový inštrument napr. dlhopis. Pokiaľ by som predmetnú úvahu posunul o krok dopredu, kupujúci v prípade vzniku kreditnej udalosti nemusí vôbec utrpieť žiadnu škodu. CDS môže byť kúpené na finančnom trhu ako čisto špekulatívny investičný nástroj bez toho, aby mal kupujúci akúkoľvek reálnu expozíciu na podkladové aktívum (v tomto prípade hovoríme o “naked” credit default swap). V prípade uzatvorenia poistky sa vyžaduje, aby kupujúci skutočne vlastnil aktívum, na ktoré si kupuje poistku (ťažko by asi záujemca uzatvoril

poistku na auto, pokiaľ by ho nevlastnil),

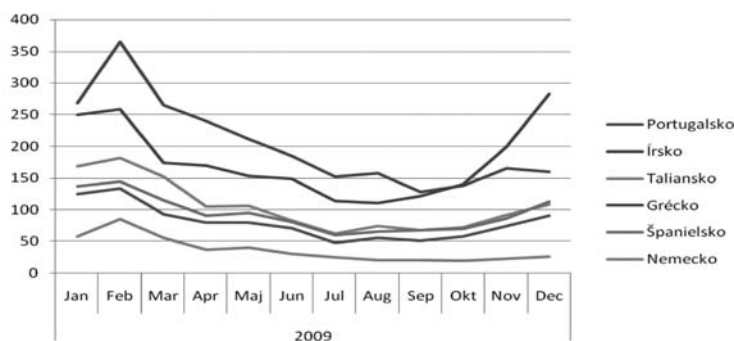
- Predávajúci CDS nemusí byť regulovaným subjektom, poisťovňa ako dôležitý subjekt finančného trhu regulácii podlieha,
- Predávajúci CDS nemusí tvoriť žiadne rezervné fondy v komparácii s poisťovňou,
- Poisťovne pokrývajú riziko poistných plnení tvorbou poistných rezerv, založených na pravdepodobnostných tabuľkách. Obchodníci s CDS riadia svoje riziko najčastejšie formou reverzných operácií, v rámci ktorých svoju expozíciu v jednom CDS zaisťujú opačnou pozíciou v rovnakom podkladovom inštrumente,
- V prípade poistných produktov sa vyžaduje odkrytie všetkých rizík, v prípade CDS predmetná požiadavka neexistuje. A práve táto skutočnosť sa ukázala ako nevyhnutná v okamihu vzniku problémov americkej poisťovne AIG, ktorá pôsobila ako protistrana nemalého počtu kupujúcich CDS kontraktov, ktorí v jednom momente požadovali vyplatiť svoje nároky z kreditných udalostí. V prípade, že by nezasiahol štát a nebol pomohol najväčšej poisťovni na svete finančnou injekciou vo výške 182.5 mld. USD, následky by boli mimoriadne negatívne nielen na ekonomiku USA, ale aj na celosvetovú ekonomiku.

Vývoj cien 5 ročných CDS Írska a Grécka v roku 2009

Rast cien 5Y CDS pokračoval po roku 2008 aj v roku 2009 ako môžeme vidieť na obrázku 1. CDS na írské štátne dlhopisy začiatkom roka dosiahli najvyššie hodnoty spomedzi ostatných PIIGS krajín. Predmetná skutočnosť súvisela najmä s rastúcimi problémami v írskom bankovom sektore, ktoré boli úzko spojené predovšetkým so začínajúcimi problémami na realitnom trhu. Tieto problémy sa írská vláda snažila vyriešiť koncom roka 2008 - formou

poskytnutia pomoci jednotlivým bankám s následným neobmedzeným ručením štátu za vklady občanov v bankách na nadchádzajúce dva roky, čo však na druhej strane indikovalo vznik mimobilančných záväzkov Írska. Uvedené opatrenia v praxi neboli úspešné a tak v roku 2009 írsku vláda pristúpila k znárodneniu Anglo Irish Bank pre jej problémy s likviditou, v dôsledku čoho veriteľia spustili tzv. *bank run* (hromadný výber vkladov) (<http://v3.moody.com>).

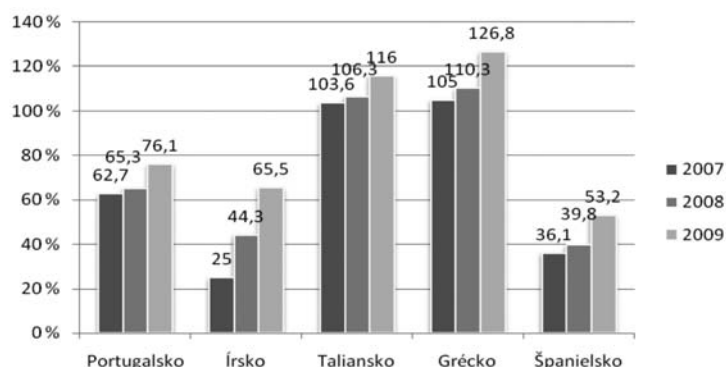
Obrázok 1 Vývoj cien vybraných 5 ročných CDS v roku 2009



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

Investorov výrazne znervózňoval aj opätovný rapidný rast verejného dlhu, ktorý aj vďaka vyššie spomenutým opatreniam permanentne rástol a v roku 2009 dosiahol hranicu 65 % HDP. Vývoj verejného dlhu Írska ako aj ostatných PIIGS krajín popisuje obrázok 2, z ktorého je zrejмый strmý nárast verejného zadĺženia najmä zo strany Írska, ktorého verejný dlh vzrástol oproti roku 2008 takmer o 50%.

Obrázok 2 Vývoj verejného dlhu krajín PIIGS v rokoch 2007 až 2009



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

Práve tieto skutočnosti spôsobili následné prehodnotenie investičného ratingu Írska v januári 2009 agentúrou Moody's z ratingového hodnotenia Aaa so stabilným na Aaa s negatívnym výhľadom. Na zmenu ratingového výhľadu takmer okamžite reagovali rastom ceny CDS na írsku štátne dlhopisy ako máme možnosť vidieť na obrázku 1.

Zatiaľ čo situácia v Írsku sa koncom roka 2009 postupne stabilizovala, čo môžeme pozorovať aj v následnom poklese cien 5 ročných CDS, na investičnom nebi a u obchodníkov obchodujúcich štátny dlh začalo „žiarit“ Grécko. Kontinuálne zvyšovanie cien 5 ročných CDS na grécke štátne dlhopisy môžeme pozorovať v podstate od polovice roka 2009, avšak svoje top dosiahli ceny CDS koncom uvedeného roka, kedy dosiahli najvyššie hodnoty spomedzi všetkých cien 5 ročných CDS krajín PIIGS. Uvedená skutočnosť bola spôsobená najmä príchodom novej vlády, ktorá zverejnila revidované výsledky hospodárenia predchádzajúcej vlády z roku 2008 a prebiehajúceho roku 2009, ktoré jednoznačne poukazovali na výrazné zhoršenie hospodárenia v oblasti verejných financií. Medzi nové skutočnosti patrilo najmä nový odhad deficitu verejných financií za rok 2009 na úrovni viac ako 12 % HDP, čo investorov doslova „šokovalo“, pretože nový predikovaný odhad predstavoval viac ako dvojnásobný nárast v komparácii s predchádzajúcim odhadom.

Cena 5 ročných CDS na grécke štátne dlhopisy však súčasne stúpala aj kvôli nervozite investorov, najmä v súvislosti s vývojom verejného dlhu Grécka, ktorý v roku 2009 dosiahol úroveň 126,8 % HDP (obrázok 2) a predstavoval najvyšší verejný dlh spomedzi všetkých krajín európskej únie. Všetky vyššie spomínané skutočnosti zákonite vyústili koncom októbra 2009 do zníženia ratingového hodnotenia Grécka z A na A- s negatívnym výhľadom ratingovou agentúrou Fitch. Ako vidíme na obrázku 1, ceny 5 ročných CDS na štátne dlhopisy Grécka začali po znížení ratingu rapidne stúpať smerom nahor. Rast cien pokračoval aj v decembri, kedy investori postupne prestávali veriť tomu, že sa novej gréckej vláde podarí tak radikálne znížiť deficit verejných financií ako si sama naplánovala, a rovnako k predstavenému plánu sa negatívne postavili aj ratingové agentúry, keď ako prvá v poradí znížila hodnotenie opäť agentúra Fitch z A- na BBB+.

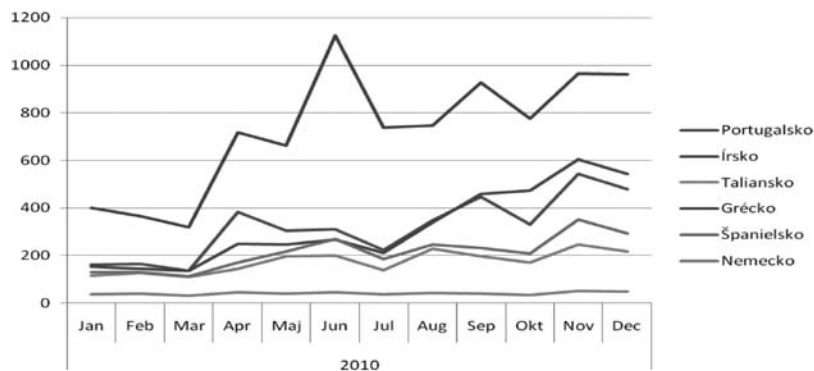
Neskôr ju nasledovala ratingová

vá agentúra S&P znížením ratingového hodnotenia Grécka na BBB+ s negatívnym výhľadom a nakoniec zareagovala na nové skutočnosti aj ratingová agentúra Moody's znížením ratingu z A1 na A2 s negatívnym výhľadom. CDS na grécke štátne dlhopisy dosiahli koncom roka 2009 (obrázok 1) úroveň vyše 280 bazických bodov. Pre porovnanie cena 5 ročných CDS na nemecké štátne dlhopisy (bundy) v tomto období dosiahla hodnotu približne 26 bazických bodov. Ochrana pred rizikom nesplatenia štátnych dlhopisov Grécka bola teda pre investorov viac ako 10 krát drahšia ako pri nemeckých štátnych dlhopisoch. Z obrázka 1 je zrejme, že ku koncu roka začínajú mierne stúpať aj ceny 5 ročných CDS na štátne dlhopisy ostatných krajín PIIGS (Talianska, Portugalska a Španielska), avšak stabilizovali sa v okolí úrovne 100 bazických bodov. Spôsobili to najmä problémy Grécka a Írska, čím sa pozornosť investorov upriamila aj na ostatné problémové krajiny eurozóny. V prípade Portugalska sa zvýšené úverové riziko potvrdilo aj znížením ratingového hodnotenia agentúrou Moody's na Aa2 zo stabilného na negatívny výhľad do budúcnosti, pričom agentúra vyčítala Portugalsku najmä nečinnosť vlády pri opatreniach voči kríze a súčasne sa obávala o slabú konkurencieschopnosť portugalskej ekonomiky, ako aj slabý rast HDP, ktorý nepatril ani pred finančnou krízou medzi vysoké (napríklad v roku 2006 dosiahol rast HDP Portugalska iba 1,4 %) (<http://v3.moodys.com>).

Vývoj na trhu 5 ročných CDS v roku 2010

V nasledujúcej časti sa budem zaoberať predovšetkým analýzou vývoja 5 ročných cien CDS na grécke štátne dlhopisy, pretože práve predmetná krajina predstavuje v súčasnosti najväčšie riziko defaultu. Začiatok roka 2010 bol sprevádzaný pokračovaním rastu cien 5 ročných CDS na grécke dlhopisy (obrázok 3). Rast nedôvery voči Grécku podporovali okrem zlej finančnej situácie krajiny aj neustále protesty občanov proti reformám vlády. Ďalší impulz na rast hodnoty CDS, ktorý predstavoval oproti predchádzajúcemu mesiacu takmer 100 % prišiel v apríli, kedy došlo k ďalšiemu zníženiu ratingového hodnotenia agentúrou Fitch na BBB-, čo predstavovalo posledný investičný stupeň.

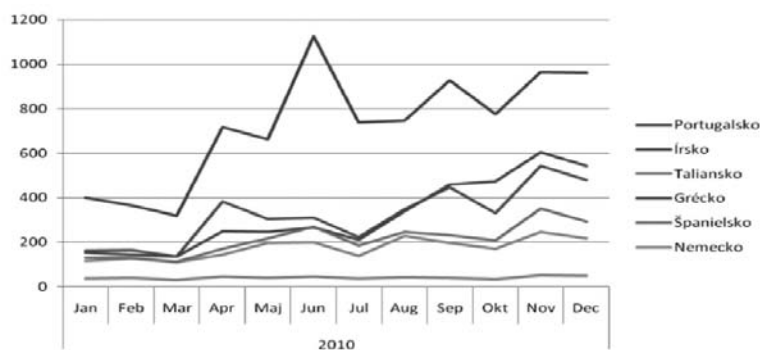
Obrázok 3 Vývoj cien vybraných 5 ročných CDS PIIGS v roku 2010



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

Agentúra dokonca pripustila negatívny výhľad a teda možné ďalšie zhoršenie pozície Grécka, kvôli zlým hospodárskym výsledkom a neustále sa zväčšujúcim nákladom na prefinancovanie dlhu. Koncom apríla pristúpila k zníženiu hodnotenia aj agentúra Moody's na A3 z podobných dôvodov ako Fitch. Rozpätie výnosov gréckych dlhopisov voči výnosom z bezrizikových nemeckých dlhopisov permanentne rástlo (obrázok 4). Grécko si tak na finančnom trhu postupne požičiavalo za príliš vysokú rizikovú prirážku, čo len ďalej navyšovalo jeho zadlženie a zvyšovalo riziko bankrotu krajiny. Nárastu cien CDS neskôr pomohli aj rozhovory o potrebe poskytnutia záchranného balíka pre Grécko, kvôli jeho neschopnosti požičiavať si na finančných trhoch. V máji bolo Grécko donútené požiadať o povolenie čerpať záchranný úver v hodnote 120 miliárd eur od MMF a Európskej únie výmenou za reštriktívne opatrenia gréckej vlády (<http://finweb.hnonline.sk>). Hoci záchranný balík a s ním súvisiace opatrenia na chvíľu upokojili investorov v ďalšom krátkom priebehu pozorujeme rast cien CDS. Agentúra Moody's totiž opäť znížila hodnotenie Grécka z A3 na Ba1, t.j. až o štyri stupne, kvôli obavám zo súvisiacich makroekonomických a implementačných rizík z čerpania balíka pre Grécko (<http://v3.moodys.com>). Pokles cien CDS od júna je spôsobený odsúhlasením vzniku Európskeho fondu finančnej stability (EFSF) označeného aj ako Euroval I., ktorý mierne upokojil finančné trhy. Mierny opätovný nárast cien CDS v októbri bol spôsobený neistotou investorov ohľadom schopnosti splácať v budúcnosti prijatý záchranný balík.

Obrázok 4 Vývoj 5Y cien CDS na grécke dlhopisy a rozpätia výnosov



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

Upokojenie trhov môžeme pozorovať v novembri kedy MMF aj Európska únia súhlasili s predĺžením obdobia na splatenie záväzkov Grécka o šesť rokov. Vyhlíadky Grécka však aj naďalej zostávali neisté, čo potvrdili aj vyhlásenia agentúry S&P o možnom znížení hodnotenia v nasledujúcich troch mesiacoch (<http://finweb.hnonline.sk>).

Aktuálny vývoj situácie v roku 2011

Situácia Grécka a s tým súvisiaci vývoj cien 5 ročných CDS na grécke štátne dlhopisy budú závisieť najmä od úspešnosti znižovania deficitu verejných financií a podielu verejného dlhu na HDP, čo sa však aj v roku 2011 zatiaľ javí ako veľmi zložitý, o čom svedčia aj permanentne rastúce ceny 5 ročných CDS na grécke štátne dlhopisy, ktoré k 20.6. 2011 atakovali úroveň 2 341 bázičných bodov. Na problematickú situáciu Grécka reagovala aj ratingová agentúra S&P, ktorá 13.6.2011 znížila rating Grécka o 3 ratingové stupne na úroveň CCC, pričom sa jedná o najnižší udelený rating na svete a iba jednu úroveň nad defaultom krajiny.

Tabuľka 1: Vývoj cien 5 ročných CDS Írska a Grécka v rokoch 2008-2011

	Jan. 2008	Jan. 2009	Jan. 2010	Jan. 2011	Jún 2011*
Grécko	48 b.p	250 b.p	400 b.p	990 b.p	2 341 b.p
Írsko	23 b.p	265 b.p	180 b.p	595 b.p	759 b.p

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa

*cena 5Y CDS k 20.6.2011

Investorom sa tak v súvislosti s permanentne znižovaným ratingom a problémom krajiny s narastajúcim dlhom, zvýšili náklady na poistenie **gréckych štátnych dlhopisov** v nominálnej hodnote 10 miliónov

eur formou CDS z úrovne 48 000 eur/ročne (0,48 %) v januári 2008 až na súčasných **2 341 000 eur/ročne** (23,41 %). Taktiež môžeme konštatovať, že náklady investorov na poistenie **írskych štátnych dlhopisov** v nominálnej hodnote 10 miliónov eur formou CDS sa zvýšili z úrovne 23 000 eur/ročne (0,23 %) v januári 2008 až na súčasných **759 000 eur/ročne** (7,59 %), avšak v komparácii s aktuálnymi nákladmi na poistenie gréckeho dlhu sú vynaložené náklady investorov na poistenie írskeho dlhu tretinové. Pre zaujímavosť cena 5 ročných CDS na **nemecké štátne**

dlhopisy dosiahla k 20.6.2011 úroveň **42 bázičných bodov** t.j. v prípade, že si investori investujúci do nemeckých štátnych dlhopisov chceli poistiť riziko nesplatenia týchto dlhopisov zo strany SRN v nominálnej hodnote 10 miliónov eur boli nútení vynaložiť prostredníctvom finančnej inovácie CDS, finančné prostriedky vo výške **42 000 eur/ročne** (0,42 %). V prípade Slovenska dosiahla cena 5 ročných CDS na **slovenské štátne dlhopisy** k 20.6.2011 úroveň **93 bázičných bodov**, čo pre investorov investujúcich do slovenských štátnych dlhopisov predstavovalo náklady na poistenie rizika formou CDS výšku 93 000 eur/ročne (0,93%) z objemu investície. Je logické, že o uvedené náklady na poistenie kreditného rizika emitenta sa znižujú celkové výnosy investorov z vlastníctva štátnych dlhopisov jednotlivých krajín, a preto investori pri stúpajúcich nákladoch na poistenie úverového rizika formou CDS požadujú následne vyššie výnosy pri nákupe štátnych dlhopisov jednotlivých krajín, čo im automaticky spôsobuje vyššiu úrokovú záťaž s prefinancovaním dlhu.

Literatúra:

1. *Bloomberg: Personal Finance* [online]. 2010. Bloomberg. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <<http://www.bloomberg.com/personal-finance/>>
2. *Data Archive* [online]. 2010. Financial Times. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <<http://markets.ft.com/ft/markets/researchArchive.asp?report=SPR&cat=BR&ftauth=1291995320830>>
3. <http://finweb.hnonline.sk>
4. *Government Finance statistics* [online]. 2010. Eurostat. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/introduction>
5. *How financial innovations causes crises* [online]. 2010. Reuters. [cit. 2010-12-10]. Dostupné

- na internete: <<http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2010/04/11/how-financial-innovation-causes-crises/>>
6. PINTER, L. 2010. *Pôsobenie komerčnej banky na peňažnom a devízovom trhu*. Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela. Banská Bystrica, 2010. 150 s. ISBN 978-80-557-0068-7.
 7. *Research & ratings* [online]. 2010. Moody's. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <<http://v3.moodys.com/researchandratings/viewall/issuer-research/ratings-ews/003004005/4294966708%204294966288%204294967086/4294967230/0/0/-/0/-/-/-/-/en/usa/rra>>
 8. *Timeline-Greece's debt crisis* [online]. 2010. Reuters. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <<http://www.reuters.com/article/idUSLDE6351JU20100416>>
 9. *The importance of not being Greece* [online]. 2010. The economist. [cit. 2010-12-10]. Dostupné na internete: <<http://www.economist.com/node/15959527>>
 10. http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap
 11. ZIMKOVÁ, E. 2011. *Ako sa poučiť z problémov eurozóny?* In: Biatec. Bratislava : Odborný časopis Národnej banky Slovenska. Ročník 19. 2/2011. s. 8 - 12. ISSN 1335-0900

*Autorom článku je Ing. Lubomír Pinter, PhD.
z Ekonomickej fakulty UMB Banská Bystrica*

Poznámka: Príspevok je súčasťou riešeného projektu 1/0229/09 Analýza vybraných otázok finančného a bankového trhu vzhľadom na vstup Slovenskej republiky do Hospodárskej a menovej únie

Daňové podvody na dani z pridanej hodnoty a možnosti ich prevencie

Pavol KOLENČÍK

Nepriame dane sú veľmi dôležitou integrálnou súčasťou skúmania a harmonizácie zo strany Európskych spoločenstiev. Jednotlivé krajiny majú len veľmi malú možnosť uplatňovať svoju vlastnú národnú daňovú politiku. Tieto možnosti sú obzvlášť obmedzené pri dani z pridanej hodnoty, ktorá je v rámci Európskej únie komunitarizovaná v najväčšej miere. Proces harmonizácie daní Európskych spoločenstiev prešiel viacerými fázami, kým nadobudol súčasnú podobu. Článok sa venuje teoretickým aspektom nepriamych daní, ako aj praktickým problémom daňových únikov a možnostiam ich prevencie zo strany EÚ a národných legislatív. Cieľom článku je zhodnotiť možnosti daňových únikov na dani z pridanej hodnoty so zameraním sa na možnosti a spôsoby prevencie.

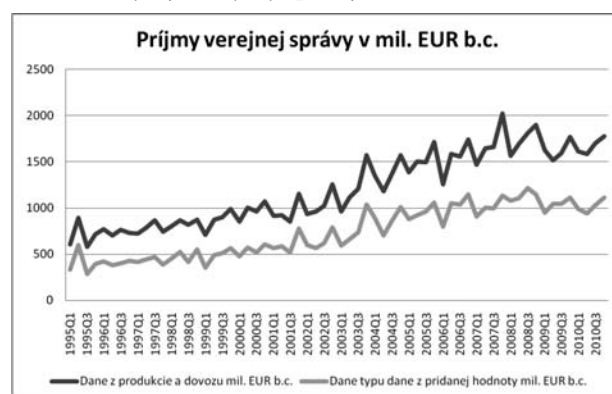
Úvod

Na harmonizáciu nepriamych daní malo vplyv zavedenie všeobecnej spotrebnej dane, a to dane z pridanej hodnoty, ktorá bola po prvý krát zavedená v Spojených štátoch amerických. Daň z pridanej hodnoty v sebe integruje nielen právne, ale hlavne ekonomické výhody, akými sú nižšie administratívne zaťaženie, zjednodušenie výberu, zvýšenie efektívnosti daňových výberov, ale vo svojej podstate nesie aj značné riziká početných daňových podvodov. Obzvlášť medzinárodný obchod umožňuje prostredníctvom nepriamych daní realizovať nadmerné odpočty a súčasne neodvádzať tieto dane ich správcom. Odlišná situácia je pri spotrebných daniach, pri ktorých existuje iba možnosť ich neodvedenia príslušným správcom dane. Technika daňových podvodov pri daniach z akcízov sa zakladá na znalostiach chemických vlastností jednotlivých výrobkov podliehajúcich tejto dani. Daňové podvody je možné uskutočňovať pri intrakomunitárnych dodaniach, ale aj pri medzinárodnom obchode s tretími krajinami mimo Európske spoločenstvo.

Charakteristika dane z pridanej hodnoty

Daň z pridanej hodnoty je všeobecnou neutrálnou daňou, ktorá je uplatňovaná v rámci celej Európskej únie. Daň z pridanej hodnoty, tak ako ju poznáme v dnešnej podobe sa po prvýkrát začala používať v Spojených štátoch amerických v roku 1953, konkrétne v štáte Michigan. Vďaka svojej jednoduchej konštrukcii, relatívne jednoduchému štatistickému vykazovaniu a relatívne nízkym nákladom na výber, sa postupne rozšírila aj do Európy. V súčasnosti sme svedkami harmonizačných snáh v rámci celého Európskeho spoločenstva. Predchádzajúce zdaňovanie spotreby pomocou obrátových daní bolo značne neprehľadné a zložité, preto sa zavedenie dane z pridanej hodnoty javí ako pomerne efektívny nástroj pre dostatočné zabezpečenie príjmov štátneho rozpočtu. Okrem toho je daň z pridanej hodnoty dôležitým nástrojom na podporu medzinárodného obchodu. V rámci Európskej únie je venovaná veľká pozornosť intrakomunitárnym dodaniam tovaru, teda dodaniu tovaru v rámci Európskej únie. S cieľom zamedziť dvojitému zdaneniu sú harmonizačné snahy venované hlavne dani z pridanej hodnoty a daniam z akcízov. Príjmy verejnej správy z daní typu dane z pridanej hodnoty a z daní z produkcie a dovozu zobrazuje graf č. 1.

Graf 1: Príjmy verejnej správy v mil. EUR b.c.



Zdroj: vlastné spracovanie autora na základe údajov z www.statistics.sk, http://www.statistics.sk/pls/elisw/casovy_Rad.procDlg, dňa 2.7.2011

V záujme efektívneho výberu daní je úlohou štátu zabrániť podvodom a daňovým únikom na dani z pridanej hodnoty, aby bol zabezpečený dostatočný príjem do štátneho rozpočtu. Všeobecnosť a neutralita dane z pridanej hodnoty sa prejavuje v tom, že postihuje všetky činnosti a všetky ekonomické subjekty. V rámci dane z pridanej hodnoty existujú aj výnimky, konkrétne činnosti, ktoré dani z pridanej hodnoty nepodliehajú. Daň z pridanej hodnoty nie sú povinné platiť subjekty, ktoré nedosahujú zákonom stanovenú výšku obratu. Daň z pridanej hodnoty môžeme charakterizovať aj ako univerzálnu daň, ktorej podlieha aj dovoz tovaru. Daň pri dovoze tovaru sú povinné platiť podnikateľské subjekty, rovnako ako aj občania, ak prekročia zákonom stanovený limit.

V minulosti vyberané dane z obratu mali oproti dani z pridanej hodnoty niekoľko základných nevýhod, preto sa od ich používania upustilo. Zavedením dane z pridanej hodnoty sa zjednodušil výber daní, preto je daň z pridanej hodnoty jednoduchšia a náklady na správu dane sú relatívne nižšie. Hlavnou a nezanedbateľnou výhodou je jej univerzálnosť. Poplatník dane je konečný spotrebiteľ, ktorý ju platí v cene tovarov a služieb. Jednou z výhod dane z pridanej hodnoty oproti obrátovým daniam je aj možnosť odpočtu na vstupe.

Po realizácii odpočtu dane na vstupe môže jednotlivým podnikateľským subjektom, v konečnom dôsledku, vyjsť číslo kladné alebo číslo záporné. Tento rozdiel sa nazýva daňová povinnosť. Ak bude daňová povinnosť kladné číslo, podnikateľský subjekt je povinný odvieť túto čiastku príslušnému daňovému úradu. Tento kladný rozdiel sa nazýva vlastná daňová povinnosť. V prípade, že daňová povinnosť je záporné číslo, jedná sa o nadmerný odpočet. Takúto výšku daňovej povinnosti si môže subjekt uplatniť voči štátu, čiže voči príslušnému správcovi dane, ktorý mu je povinný túto čiastku vrátiť.

Takáto konštrukcia dane z pridanej hodnoty a možnosť realizácie nadmerného odpočtu je predmetom pomerne častých daňových podvodov, keďže nadmerný daňový odpočet dostanú podnikateľské subjekty poukázané na svoj účet.

Daň z pridanej hodnoty, napriek svojim veľkým výhodám má aj svoje nevýhody. Tým, že si ju jednotlivé podnikateľské subjekty uplatnia v konečnej cene a poplatníkom dane je v končnom dôsledku spotrebiteľ, nesie v sebe aj zásadnú nevýhodu, a to neefektivitu v podobe nákladov mŕtvej váhy, inak nazývanú aj mŕtvou stratou. Samotná konštruk-

cia dane z pridanej hodnoty môže deformovať trh, a tým spôsobovať v ekonomike straty.

V rámci Európskej únie je dani z pridanej hodnoty venovaná mimoriadna pozornosť, hlavne v oblasti komunitarizácie a harmonizácie.

Posledným stupňom je daňová harmonizácia, ktorá je v rámci Európskej únie uplatňovaná hlavne pri nepriamych daniach. „*Daňová harmonizácia existuje tam, kde daňoví platitelia čelia podobným alebo rovnakým daňovým sadzbám bez ohľadu na to, či pracujú, sporia, nakupujú alebo investujú. Harmonizované daňové sadzby likvidujú rozpočtovú konkurenciu.*“¹ Daňová harmonizácia využíva tri základné nástroje, ktorými sú: určenie dane, daňová sadzba a daňový základ. Špecifickým nástrojom sú judikáty Európskeho súdneho dvora, ktoré sú väčšinou smerované do vnútra jednotlivých národných legislatív. Pri ich interpretácii však umožňujú aj výklad komunitárneho práva.

Daň z pridanej hodnoty je upravená zákonom o dani z pridanej hodnoty. V širších súvislostiach sa však na daň z pridanej hodnoty vzťahujú aj niektoré ďalšie zákonné predpisy. V súvislosti s dovozom a vývozom tovarov je to Colný zákon, ale aj zákon o správe daní a poplatkov a rôzne iné zákonné predpisy.

Platná právna úprava dane z pridanej hodnoty je prispôbená predpisom, ktoré upravujú uplatňovanie tejto dane. Ide predovšetkým o sekundárne predpisy, najmä Smernice Rady, z ktorých hlavný význam má Smernica Rady 2006/112/ES z 28. novembra 2006 o spoločnom systéme dane z pridanej hodnoty, v znení smernice 2006/98/ES a smernice 2006/138/ES, ktorá je základnou smernicou upravujúcou uplatňovanie dane z pridanej hodnoty v Európskej únii. Avšak nielen tieto primárne a sekundárne právne normy upravujú daň z pridanej hodnoty.

Spôsoby a formy daňových podvodov

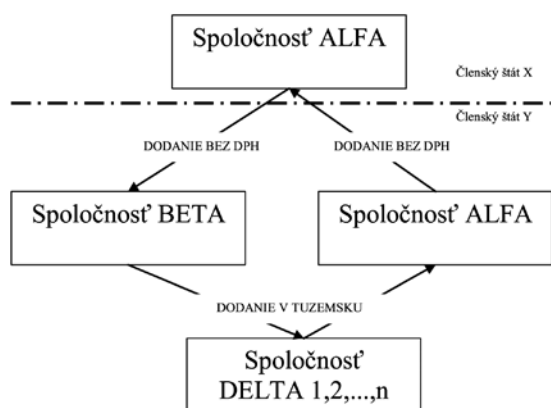
Základným problémom daňových podvodov na dani z pridanej hodnoty je veľmi jednoduchá konštrukcia dane z pridanej hodnoty. Samotná konštrukcia dane z pridanej hodnoty umožňuje podnikateľským subjektom odpočítať daň na vstupe, prípadne uplatniť nadmerný daňový odpočet u správcu dane. Samotná jednoduchá konštrukcia umožňuje podnikateľským subjektom optimalizovať výšku vlastnej daňovej povinnosti, prípadne realizovať daňový podvod. Napriek tomu, že sa tejto jednoduchej konštrukcii

¹ MITCHELL, D. J. Daňová harmonizácia vs. konkurencia v Európskej únii. Prednáška v rámci Conservative Economic Quarterly Lecture Series, Konzervatívny inštitút M.R.Štefánika. Bratislava, 2005.

kladie za hlavnú výhodu, že motivuje podnikateľské subjekty platiť daň z pridanej hodnoty, nie sú daňové podvody ničím výnimočným, aj keď je potrebné využívať ilegálne cesty na to, aby sa mohli uplatňovať nadmerné daňové odpočty na dani z pridanej hodnoty. Nedostatočnou sa javí aj legislatívna formulácia, ktorá môže uľahčiť realizáciu daňových podvodov.

V rámci dane z pridanej hodnoty je možnosť uskutočniť niekoľko daňových druhov daňových podvodov. Či už sa jedná o vnútroštátne podvody, alebo o intrakomunitárne podvody. S postupnou harmonizáciou daní v oblasti nepriamych daní sa zvýšil počet daňových intrakomunitárnych podvodov. Spoločným znakom týchto obchodov je, že prebiehajú v rámci dovozu a vývozu tovarov medzi členskými krajinami Európskej únie. Do týchto podvodov je zapojený celý reťazec spoločností, ktoré v mnohých prípadoch ani netušia, že sa v takomto reťazci nachádzajú. Podstatou kruhových, resp. kolotočových podvodov (carrousel frauds) sú dodávky tovaru, ktoré za sebou nasledujú v reťazci. V rámci tohto reťazca existuje článok, ktorý neodvedie daň z pridanej hodnoty. Príslušný ekonomický subjekt (platca) prestane existovať, prípadne takúto spoločnosť nie je možné vypátrať. V takýchto prípadoch ide spravidla o využitie celého komplexu právnych noriem a legislatívnych nedostatkov v nich obsiahnutých, vrátane Trestného zákonníka alebo insolvenčného zákona. Kolotočový obchod musí prebiehať minimálne v rámci dvoch krajín. Mechanizmus kolotočového obchodu zobrazuje schéma č. 1.

Obrázok č. 1: Schéma kolotočového obchodu



Zdroj: ŠIROKÝ, J., Daně v Evropské unii. Praha: Linde, 2010. s. 146.

Okrem intrakomunitárnych dodaní a kolotočných obchodov, môžeme definovať aj niekoľko ďalších spoločných menovateľov pri daňových podvo-

doch. Týmto sú uvádzanie adresy sídla spoločnosti na fiktívnej adrese. Z tohto dôvodu nie je možné obchodnú spoločnosť kontaktovať, doručovať písomnosti, čím sa spoločnosť môže vyhýbať povinnostiam vyplývajúcim zo zákona. Ďalším spoločným menovateľom daňových podvodov je neustála zmena sídla spoločnosti, čo spravidla vedie k zmene miestnej príslušnosti daňových úradov a v konečnom dôsledku vyhýbaniu sa povinnosti platenia dane z pridanej hodnoty. Najčastejším a azda najjednoduchším podvodom na dani z pridanej hodnoty je realizácia fiktívneho vývozu. V takýchto prípadoch tovar nebýva vyvezený a je predaný doma s následným nepriznaním alebo neodvedením dane na výstupe. Takýto daňový podvod je možné realizovať len pri výbornej znalosti legislatívy a využití tretích osôb ako tzv. „bielych koní“. Ďalším možným daňovým podvodom je vykazovanie dlhodobých nadmerných odpočtov od neexistujúcich spoločností. Jednotlivé formy daňových podvodov sa kombinujú a možnosti ich odhalenia sú značne obmedzené.

Opatrenia na predchádzanie daňových podvodov

Formy opatrení na predchádzanie daňových podvodov sa líšia podľa toho, či sú realizované na národnej alebo európskej úrovni.

Jedným z možných opatrení na národnej úrovni je vytvorenie databázy žiadateľov o registráciu DPH, pričom už pri samotnej registrácii by bol žiadateľ povinný zverejňovať o sebe údaje, ktoré by mohli naznačiť rizikovosť. Toto opatrenie umožňuje ľahšiu identifikáciu potenciálnych daňových únikov. Opatrením na identifikáciu osôb, ktoré potenciálne môžu realizovať podozrivé obchody.

Pomerne efektívnym nástrojom na zamedzenie daňových podvodov je zavedenie inštitútu finančnej zábezpeky pre subjekty, pri ktorých je dôvodná obava z nesplnenia ich daňovej povinnosti. Pri nadmerných odpočtoch je však tento nástroj neúčinný.

Jedným z najefektívnejších nástrojov je zefektívnenie trestného stíhania v oblasti majetkových trestných činov. Tomuto by mohlo pomôcť zverenie kompetencií jednému orgánu, aby sa trestné stíhanie zrýchlilo. Azda najefektívnejším orgánom pre trestné stíhanie pri kolotočných obchodoch by bolo zverenie kompetencií colným orgánom, ktoré by efektívnejším a rýchlejšim spôsobom komunikovali s prokuratúrou. Keďže sú colné orgány ozbrojenou zložkou, majú dostatočné materiálne-technické zabezpečenie pre odhaľovanie tohto druhu trestnej činnosti.

Ďalším mimoriadne efektívnym nástrojom je nástroj, ktorý je v súčasnosti uplatňovaný aj v Slovenskej republike. Podstatou tejto legislatívnej zmeny je tzv. **obrátené zdanenie**. Daň je podľa tohto pravidla vyberaná až u konečného spotrebiteľa a nie na každom jednom stupni zdanenia. Takýto mechanizmus neumožňuje neodvedenie dane, ani príliš veľké nadmerné odpočty dane.

Samotné zavedenie spoločnej a nerozdielnej zodpovednosti pri reťazových podvodoch nie je efektívnym nástrojom, keďže nepostihuje len subjekty, ktoré si daňovú povinnosť nesplnili, ale aj subjekty, ktoré o možnom daňovom podvode ani nemuseli vedieť. Hoci toto opatrenie zabezpečuje dostatočný výber daní pre štát, zavádza inštitút „kolektívnej zodpovednosti“. Takéto opatrenie do značnej miery bráni uskutočňovaniu obchodov. Oveľa efektívnejším nástrojom by malo byť zvýšenie vymožitelnosti práva a zefektívnenie trestného stíhania.

Pri uskutočňovaní kolotočových obchodov je otázne odvádzanie dane z pridanej hodnoty pri subjektoch, ktoré ju neodvedú a zaniknú. V týchto prípadoch mnoho národných legislatív, upravujúcich daňové konanie, umožňuje daňovým úradom dodatočné dorubenie dane subjektom, ktoré sú v reťazci pred, prípadne za spoločnosťou, ktorá daň neodviedla. Takéto dodatočné dorubenia daňovej povinnosti sú síce pre štát vysoko efektívne, no pre jednotlivé spoločnosti môžu znamenať dodatočné, resp. dvojité zdanenie a v mnohých prípadoch môžu mať pre spoločnosť likvidačný charakter s následným bankrotom. V tejto súvislosti môžeme upozorniť na judikát Európskeho súdneho dvora č.j. C-354/03, C-355/03 a C-484/03 v spojenej veci, ktorý sa týkal Optigen Ltd., Fulcrum Electronics Ltd. a Bond House Systems Ltd. proti Commissioners of Customs & Excise. Rozsudok bol vyhlásený 12.1.2006. Judikát sa týkal možnosti daňových úradov dodatočne dorubiť daňovú povinnosť spoločnostiam nachádzajúcich sa v reťazci pred a v reťazci za spoločnosťou, ktorá uskutočnila daňový podvod. Z abstraktu rozsudku vyplýva, že plnenia, ktorými osoba podliehajúca dani so sídlom v členskom štáte kupuje tovar od spoločností so sídlom v tomto členskom štáte a predá ho kupujúcim so sídlom v inom členskom štáte, pričom nie sú samé osebe poznačené podvodom vo vzťahu k dani z pridanej hodnoty, predstavujú dodávku tovarov uskutočnenú osobou podliehajúcou dani a hospodársku činnosť v zmysle článku 2 bodu 1, článku 4 a článku 5 ods. 1 šiestej smernice 77/388 o zosúladiení právnych predpisov členských štátov týkajúcich sa daní z obratu, ak spĺňajú objektívne kritériá, na ktorých

sú tieto pojmy založené, a to bez ohľadu na úmysel iného subjektu ako dotknutého platiteľa dane, ktorý je súčasťou rovnakého dodávateľského reťazca, a/alebo na prípadnú podvodnú povahu iného plnenia, o ktorej tento platiteľ nevedel alebo nemohol vedieť, ktoré je súčasťou tohto reťazca a ktoré predchádza alebo nasleduje po plnení uskutočnenom týmto platiteľom. Právo platiteľa dane, ktorý uskutočňuje tieto plnenia, spočívajúce v odpočítaní dane z pridanej hodnoty zaplatenej na vstupe nemôže byť ovplyvnené ani tým, že v reťazi dodávok, ktorej sú tieto plnenia súčasťou, je iné plnenie, ktoré predchádza alebo nasleduje po plnení platiteľa dane a ktoré je bez toho, aby to platiteľ dane vedel alebo mohol vedieť, poznačené podvodom vo vzťahu k dani z pridanej hodnoty. Šlo o prípady, kedy bolo Commissioners of Customs & Excise odmietnuté vrátenie nadmerného odpočtu spoločnosti Optigen z dôvodu, že bola zapojená do reťazca kolotočového podvodu. Už zo samotného rozsudku vyplýva, že daňové orgány nemôžu odoprieť vrátenie nadmerného odpočtu DPH, ktoré je principiálnou súčasťou dane z pridanej hodnoty z dôvodu nevedomého zapojenia do kolotočového podvodu. Ak je však preukázané, že jednotlivé osoby (resp. spoločnosti) vedia, že sa zúčastňujú kolotočového podvodu, je možné odoprieť im vrátenie nadmerného daňového odpočtu.

Záver

Daňová harmonizácia a zamedzenie daňových podvodov je obzvlášť citlivým problémom, ktorému sa venuje značná pozornosť zo strany národných legislatív, ale aj zo strany medzinárodných spoločenstiev, akými sú Európska únia alebo OECD. Zvlášť veľkým problémom je daňová harmonizácia priamych daní, ktorá je podmienená historickým vývojom v jednotlivých krajinách a zahŕňa v sebe aj psychologické motívy. Z týchto dôvodov nie je možné harmonizovať priame dane.

Jednoduchšou sa javí harmonizácia nepriamych daní. V Európskej únii je problémom harmonizácie nepriamych daní venovaná značná pozornosť, či už samotnými Smernicami Rady, jednotlivými národno-legislatívnymi úpravami, alebo judikátmi Európskeho súdneho dvora. Táto pozornosť je venovaná aj z dôvodu zamedzenia daňových podvodov. V rámci zamedzenia daňovým podvodom sú najpodstatnejšími legislatívne akty a spôsoby formulácie textov v nich. Nedostatočná a nepresná formulácia umožňuje rozdielny výklad, čím uľahčuje uskutočňovanie daňových podvodov. V článku bola venovaná pozornosť daňovým podvodom pri dani

z pridanej hodnoty, ako aj možnostiam na ich predchádzanie zo strany jednotlivých štátnych orgánov, rovnako aj zo strany medzinárodných spoločností. V rámci hodnotenia efektivity jednotlivých nástrojov bola v článku venovaná aj pozornosť návrhom zo strany Slovenskej republiky, pričom podrobnejšia analýza bola venovaná jednému z navrhovaných opatrení na zamedzenie vzniku kolotočových obchodov.

Podľa argumentácie Európskeho Súdneho Dvora nie je možné odoprieť vrátenie nadmerného daňového odpočtu v rámci intrakomunitárneho dodania tovaru subjektu, ktorý síce bol zapojený do kolotočového obchodu, avšak o tomto zapojení nevedel a ani vedieť nemohol. Je potrebné podotknúť, že podnikateľské subjekty sa riadia dobrou vierou vo verejné zápisy v obchodných registroch a iný spôsob prevencovania obchodných partnerov nemajú. Z tohto dôvodu by mal štát zabezpečiť lepšiu vymožitelnosť práva v daniach. Zavedenie spoločnej a nerozdielnej zodpovednosti pri kolotočových obchodoch sa javí ako neefektívne, keďže na základe výkladu judikátu ESD je možné tento výklad rozšíriť aj o možnosť dorubenia daňovej povinnosti na základe pomôcok. V prípade, že podnikateľský subjekt nevedel a nemohol vedieť o svojom zapojení do kolotočového obchodu je zavedenie spoločnej a nerozdielnej zodpovednosti prekážkou, ktorá bráni rozvoju medzinárodného obchodu. Navyše pri zachovaní stanoviska ESD v budúcnosti hrozí, že vymožitelnosť takéhoto opatrenia bude minimálna z dôvodu mimoriadne náročného dokazovania.

Zoznam použitej literatúry:

Monografie:

- BABČÁK, V. *Daňové právo Slovenskej republiky*. Bratislava: Epos, 2010. 640 s. ISBN 978-80-8057-851-0.
- BAKEŠ, M., a kol. *Finanční právo*. 4. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, 771 s. ISBN 80-7179-431-7
- BENDA, V., TOMÍČEK, M., *DPH u intrakomunitárních dodávek a dovozu a vývozu zboží*. Praha: BOVA POLYGON, 2006. 342 s. ISBN 978-80-7273-164-0

GRŮŇ, L. *Finanční právo a jeho instituty*. 3. aktualizované vydání. Praha: Linde, 2009. 335 s. ISBN 978-80-7201-745-4.

SCHULTZOVÁ, A., a kol. *Daňovníctvo v SR*. Bratislava: Súvaha, 2004. 331 s. ISBN 80-88727-77-4.

ŠIROKÝ, J., *Daně v Evropské unii*. Praha: Linde, 2010. 350 s. ISBN 978-80-7201-799-7.

Odborné publikácie:

HOLUBOVÁ, O. Kolotočové podvody (Carousel Frauds). *Daně a právo v praxi*, 2006, č. 8 (ISSN 1211-7293)

MATOUŠEK, P. Harmonizace daní v Evropské unii. *Daně*, 1998, č. 7-8 (ISSN 1211-8103)

NERUDOVÁ, D. Harmonizace nepřímého zdanění v Evropské unii. *Daně a právo v praxi*, 2005b, č. 7 (ISSN 1211-7293)

Predpisy Európskych spoločností:

Smernica Rady 2006/112/ES o spoločnom systéme dane z pridanej hodnoty

Smernica Rady 92/12/EHS, o všeobecných systémoch pre výrobky podliehajúce spotrebnej dani a o vlastníctve, pohybe a monitorovaní takýchto výrobkov

Smernica Rady 2003/96/ES, o reštrukturalizácii právneho rámca spoločenstva pre zdaňovanie energetických výrobkov a elektriny

Smernica Rady 92/83/EHS, o zosúladiení štruktúr spotrebných daní pre etanol a alkoholické nápoje

Smernica Rady 95/59/ES, o iných daniach, ktoré ovplyvňujú spotrebu vyrobeného tabaku, ako je daň z obratu

Nariadenie rady č. 2913/92, colný kódex Spoločenstva

Autorom článku je Mgr. Ing. Pavol Kolenčík, PhD. z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií, NHF EU v Bratislave

Tenisový turnaj FINANCE CUP, VII. Ročník, potvrdil dobrú športovú úroveň i výbornú atmosféru

Už sedem rokov sa v areáli R.V.S. Studené uskutočňuje v polovici septembra tenisový turnaj FINANCE CUP. Tak ako každý rok i tento rok boli v rámci turnaja vytvorené podmienky nielen pre tenistov, ale i pre ich rodinných príslušníkov a tiež i pre pozvaných hostí a členov SAF. V tomto roku bol turnaj zaradený do podujatí organizovaných pri príležitosti 9. ročníka konferencie „Finančné riadenie podnikov“, a tak spoluorganizátorom turnaja bol i Ecopress, a.s. Na podujatí bola ako vždy veľmi

dobrá atmosféra sprevádzaná výbornými športovými výkonmi. Všetci účastníci si pochvalovali výbornú športovú úroveň hráčov a kvalitné zabezpečenie turnaja. Nechýbal samozrejme relax (bazén, sauna, masáže) s podporou už tradične krásneho slnečného počasia. Na kurtoch sa síce vyhrávalo i prehrávalo, no hlavným „víťazom“ bola práve výborná atmosféra, ktorá finančným manažérom umožnila aspoň v ten deň uvoľniť sa z pracovného nasadenia.



Komentár k fotkám:

- 1 dvojice po boji o 3. Miesto – zľava P. Rybníkář, A. Révay (porazená dvojica), T. Černický, M. Šimkovič (víťazná dvojica)
- 2 finálová štvorica – zľava R. Šifer, P. Malo (víťazná dvojica), J. Budínský, T. Makovický (2. Miesto)
- 3 Vyhodnotenie turnaja. Prvý sprava Richard Jajcay, zástupca generálneho riaditeľa Ecopress, a.s., ktorý spoluodovzdával ceny víťazom.



ENGLISH SUMMARY

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

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Peter Daniel, one of the founding members of SAF greeting the 15th anniversary of the association.

INTERVIEW

In the interview we are talking with Elena Trencianska and Frantisek Chvostal who were founding members of the SAF about the past, present and future of the association and fulfillment of objectives which were set at the beginning of the association.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

Tibor BÔRIK

COMMON DECLARATION OF CECGA BOARD OF DIRECTORS TO GREEN BOOK
ON CORPORATE GOVERNANCE

Ladislav KABÁT

PROBLEMS OF APPLICATION OF PREDICTION MODELS IN SLOVAK BUSINESS
ENVIRONMENT

Lubor MALINA

WHAT IS HIDDEN IN THE PHENOMENON OF BASEL III?

Marek KUDZBEL

TRADING ON FINANCIAL MARKET FROM THE POINT OF VIEW OF BUSINESS ENTITY

Viktória VARGOVÁ

3D SECURE – SECURE PAYMENT BY CARDS ON INTERNET

Ľubomír PINTER

DEVELOPMENT OF 5-YEARS CDS PRICES OF GREECE AND IRELAND IN 2009 – 2011

Pavol KOLENČÍK

TAX FRAUDS IN VAT AND THEIR PREVENTION

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

- Tennis tournament of SAF

TLAČIAREN GUPRESS®



Držiteľ
certifikátu
kvality
ISO 9001



Prospekty, katalógy, plagáty



PERSONALIZÁCIA TLAČÍV

Tlačivá samoprepis. a číslované



Diskrétné obálky



Obaly s výsekom



Formuláre pre výp. techniku



Samoprepisové zložky



Brožúry



Pásky a vrecká na peniaze



Potlač obálok



Kalendáre



MAGAZÍNOVÁ ROTAČNÁ TLAČ

- Heydukova 17, 811 08 Bratislava 1
Tel.: 02 529 313 59 - 61, Fax: 02 529 631 34
- Hattalova 10, 831 03 Bratislava 3
Tel.: 02 444 624 52 - 54, Fax: 02 446 444 31

e-mail: gupressh@gupress.sk
www.gupress.sk

Vydavateľ a adresa redakcie

SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfn.sk

Internetová stránka: www.asocfn.sk