

# FINANČNÝ MANAŽÉR

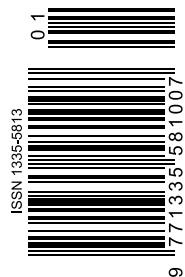
Ročník XV. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • 2015



SLOVAK ASSOCIATION OF FINANCE AND TREASURY  
BRATISLAVA

**CECGA**

CENTRAL EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE ASSOCIATION  
STREDOEURÓPSKA ASOCIÁCIA SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ



ISSN 1335-5813  
0.1  
9 771335 581007

# FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XV. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • 2015

## OBSAH

<input type="checkbox"/> ÚVODNÍK .....	1
<i>Andrej RÉVAY, prezident SAF</i>	
<input type="checkbox"/> ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
ODBORNÁ STAROSTLIVOSŤ ČLENA ŠTATUTÁRNEHO ORGÁNU .....	3
<i>Radka SLÁVIKOVÁ-GERŽOVÁ</i>	
EMISIA PODNIKOVÝCH OBLIGÁCIÍ .....	5
<i>Božena HRVOLOVÁ</i>	
DAŇ Z FINANČNÝCH TRANSAKCIÍ – I. ČASŤ .....	14
<i>Erika Mária JAMBOROVÁ</i>	
ZOTAVUJEME SA POMALY. A SEKTORY TO CÍTIA. ....	17
<i>Juraj JANČI</i>	
NÁVRATNOSŤ KAPITÁLU A NÁVRATNOSŤ AKTÍV SLOVENSKÝCH FIRIEM PODĽA ODVETVÍ A REGIÓNOV .....	21
<i>Monika ONDRUŠEKOVÁ – Josef POHORSKÝ</i>	
SLEDOVANIE A ZLEPŠOVANIE EFEKTÍVNOSTI PODNIKOV .....	28
<i>Kristína KOČIŠOVÁ</i>	
<input type="checkbox"/> STRÁNKY SAF	
FINANČNÉ RIADENIE PODNIKOV – konferencia SAF (redakcia) .....	34
LEGISLATÍVNA AKTIVITA SAF (redakcia) .....	37
12. RECENZIE KNÍH:	
Peter DANIEL: Správa a vymáhanie pohľadávok 2 .....	38
<input type="checkbox"/> ENGLISH SUMMARY .....	40



### Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

### Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofik, PhD.

### Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. - predseda

Ing. František Chvostaľ

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

### Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

### Vydavateľ

Slovenská asociácia  
podnikových finančníkov

### Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel.: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

### ISSN 1335-5813

### Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

### Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadané do tlače  
15.1.2015

**M**ilí členovia, vážení čitatelia a priaznivci Slovenskej asociácie podnikových finančníkov. Dovoľte mi, aby som Vám na úvod roku 2015 zaželel veľa zdravia, šťastia a spokojnosti v kruhu rodiny a v rámci pracovných vzťahov tiež veľa osobných úspechov. Verím, že rok 2014 bol pre Vás i pre Vaše podniky úspešný a že sme definitívne prekonali roky, v ktorých nás finančná kríza nútila prehodnocovať podnikateľské zámery, utlmať investičné aktivity a škrtať výdavky. Z pohľadu podnikových finančníkov sme sa po najkrajšom období roka, po vianočných sviatkoch, ocitli v období, ktoré je naopak pre nás asi pracovne najintenzívnejšie, keď na jednej strane ukončujeme rok 2014 (účtovné závierky, daňové priznania) a na druhej strane zavádzame do podnikovej praxe novú legislatívu, najmä daňovú.

Dovoľte mi, aby som sa niekoľkými myšlienkami vrátil k činnosti asociácie podnikových finančníkov ku koncu roka 2014. Každý rok takým vyvrcholením odborných aktivít SAF je usporiadanie konferencie Finančné riadenie podnikov. Keďže jedným zo základných cieľov asociácie je vytvárať odborné aktivity, ktoré napomáhajú zlepšovať legislatívne prostredie pre podniky. Rád by som spomenul dve kľúčové oblasti, na ktoré bola zameraná konferencia SAF. Tou prvou je nepochybne účasť prezidenta Slovenskej republiky, pána Andreja Kisku a najmä jeho vystúpenie a angažovanosť na podporu skvalitňovania a zlepšovania právneho prostredia. Korupcia a vymožitelnosť práva sú oblasti, ktoré sú zo strany podnikov dlhodobou umiestňovanou na prvých priečkach hodnotenia nekvality podnikateľského prostredia. Z tohto pohľadu sa javí účasť pána prezidenta a najmä jeho konkrétne aktivity, ktoré vykonáva v prospech zmeny právneho rámca podnikateľského prostredia ako garancia jeho zmeny.

Tou druhou je diskusia o kvalite podnikateľského prostredia a aktívna účasť SAF na pripomienkovaní legislatívnych zmien najmä v daňovej oblasti. SAF i v rámci konferencie pozitívne ocenila konsolidáciu verejných financií najmä z pohľadu nastavenia deficitu štátneho rozpočtu pre rok 2015. Z pohľadu podnikov (podnikových finančníkov) však musíme konštatovať, že väčšina opatrení realizovaných pri tvorbe štátneho rozpočtu bolo na strane príjmov čo sa nepriaznivo dotýka podnikových financií a ich rozvoja. Po zmenách v oblasti daní a odvodov, zá-



konníka práce z roku 2013 prichádza k ďalším legislatívnym opatreniam, ktoré nielenže zvyšujú na strane podnikov základ dane (odlev financií), ale zvyšujú prostredníctvom viacerých opatrení i administratívnu záťaž (sledovanie zmien odpisov, zmeny v informačných systémoch,...). Keďže ani v rámci pripomienkového konania sa nepodarilo zásadné pripomienky presadiť, rozhodli sme sa v spolupráci so siedmimi partnerskými združeniami obrátiť sa priamo na ministra financií SR, pána Petra Kažimíra s požiadavkou na podporu opatrení na proinvestičnú motiváciu podnikateľského sektora prostredníctvom ponechania zvýhodneného lízingového odpisovania pre výrobné prostriedky. Napriek kvalitne vyargumentovaným pripomienkam prišlo koncom roka od pána ministra negatívne stanovisko. Predpokladám, že sa budeme týmito návrhmi zaoberať i v ďalšom období.

Ako sme už spomínali v prechádzajúcich vydaniach nášho časopisu, čoraz väčšia integrácia v rámci EU, ktorá vyúsťuje do tvorby harmonizácie legislatívy, si vyžaduje aj zvýšené aktivity pri tvorbe európskej legislatívy zo strany jednotlivých národných asociácií. Po májovom zasadnutí EACT v Bratislave sa uskutočnilo zasadnutie EACT v Budapešti v dňoch 17. – 18. októbra. Zasadnutie potvrdilo nezvratný proces profesionalizácie štruktúr EACT v Bruseli s cieľom vybudovať silnú pozíciu podnikov, podnikových finančníkov ako autentický hlas reálnej ekonomiky v procese regulácie v oblasti financií. V tejto súvislosti boli na zasadnutí predmetom diskusie tieto oblasti:

Zmena financovania EACT - ukončenie spolupráce s Euro Finance, zmluva s novým partnerom REVAL, získanie príjmov od veľkých európskych firiem, získanie príjmov od národných asociácií.

Výber profesionálneho manažmentu EACT na základe popisu jednotlivých funkčných pozícií: predseda, riaditeľ pre stratégiu, výkonné vedenie (5 funkcionárov), tajomník, treasurer, člen správnej rady – jeden za každú národnú asociáciu, komisia pre stratégiu.

Tento proces však na jednej strane vytvára predpoklady na skvalitnenie celoeurópskej prípravy legislatívneho procesu v prospech reálnej ekonomiky (podnikov), na druhej strane si však vyžaduje oveľa väčšiu angažovanosť a silu na úrovni jednotlivých národných asociácií. V rámci SAF si tieto aktivity budú vyžadovať posilnenie pracovných kapacít a samozrejme i finančných kapacít. Som presvedčený, že ak sa nám nepodarí posilniť finančné a pracovné kapacity, bude to na škodu budúceho vývoja ekonomického prostredia na Slovensku. Ide totiž nielen o tvorbu samotného ekonomického prostredia v rámci Slovenska a Európy, ale aj o budovanie a rast individualít na Slovensku, ktorí dokážu hájiť záujmy Slovenska. Tieto významné ciele sa nám určite nepodarí splniť bez výraznej podpory členskej základne SAF.

V dňoch 13. – 14. novembra sa uskutočnilo tiež zasadnutie IGTA (International group of treasurer associations) v Londýne za účasti 15 národných asociácií. Zasadnutie viedol Tom Deas z NACT USA. Predmetom stretnutia bolo najmä posúdenie možnosti kooperácie v rámci regulačného procesu medzi USA, EU a Áziou a otázky či sú treasury v podnikoch pripravení podieľať sa na zmenách v projektoch transformácie financií.

V roku 2015 by sme radi nadviazali na úspešné aktivity z predchádzajúceho obdobia. Okrem toho by sme samozrejme v duchu predchádzajúcich častí radi zvýšili dôraz na skvalitnenie práce v oblasti celoeurópskeho legislatívneho procesu a zvýšili odborný význam SAF v tomto procese.

Na úvod roka pripravujeme už tradičné stretnutie členov SAF v Studenom. V záujme skvalitnenia finančného riadenia podnikov sme sa rozhodli tentoraz odbornú tému venovať čisto podnikovej úrovni.

Už od vzniku asociácie cítim potrebu lepšieho vymedzenia treasury aktivít v podnikoch, a to po vecnej a obsahovej stránke ako aj po stránke ich organizačného usporiadania v podnikoch. Z tohto dôvodu sme pozvali na prezentáciu a diskusiu človeka, ktorý má v tejto oblasti vynikajúce zázemie, výkonného riaditeľa ACT z Veľkej Británie, pána Colina Tylera. Verím, že úžitok s tejto akcie sa prejaví i vo Vašich podnikoch.

V ďalšom období, na základe predbežných dohovorov so štátnym tajomníkom Ministerstva financií, pánom Vazilom Hudákom a generálnou riaditeľkou sekcie daní pani Danielou Kľučkovou pripravujeme diskusiu na tému aplikácie zmien daňových zákonov v praxi, a tiež diskusiu na tému skvalitnenia daňovej legislatívy v roku 2015.

V tomto roku v spolupráci so stredoeurópskymi asociáciami podnikových finančníkov pripravujeme už štvrtú konferenciu (po Budapešti, Prahe, Portoroži) v Poreči v Chorvátsku. Nielen s kolegami z týchto asociácií vnímame podobné, spoločné problémy na riešenie z oblasti podnikových financií, ale na základe diskusie s viceprezidentkou Finančnej správy pani Danou Meager aj oni hľadajú v rámci finančných správ týchto krajín spoločné postupy na riešenie najmä daňových a colných problémov. Toto je oblasť v ktorej by sa určite oplatilo s Finančnou správou spolupracovať, identifikovať spoločné problémy, hľadať k nim riešenie, a to tak z pohľadu štátu ako aj z pohľadu podnikov. V tomto smere budeme vyvíjať aktivity tak, aby sme problémy mohli riešiť na spoločnej konferencii v Poreči.

Na záver mi doveďte poďakovať Vám, členom asociácie ako i partnerským organizáciám za spoluprácu v roku 2014 a zároveň vyjadriť presvedčenie, že sa nám spoločne s Vaším príspevom podarí nielen splniť uvedené zámery, ale i zlepšiť a skvalitniť činnosť tak na strane asociácie ako i na strane podnikov.

*Andrej Révay, prezident SAF*

# Odborná starostlivosť člena štatutárneho orgánu

Radka SLÁVIKOVÁ GERŽOVÁ



Podnikanie so sebou nevyhnutne prináša riziko, ktoré ide ruka v ruku s možnosťou vzniku škody. Konanie štatutárneho orgánu je konanie priamo spoločnosti a práve preto je postavenie štatutárneho orgánu významné nielen v oblasti obchodného vedenia spoločnosti, ale aj z hľadiska vstupovania spoločnosti do právnych vzťahov s ďalšími osobami. Je nutné mať na pamäti, že účelom podnikania je v prvom rade dosahovať zisk a práve preto je nutné nájsť nevyhnutnú rovnováhu medzi zodpovednosťou člena štatutárneho orgánu za jeho rozhodovanie a mierou podnikateľského rizika, ktorú je nutné v podnikaní rozumne predpokladať.

Podľa Obchodného zákonníka a aj podľa V. princípu Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku, ktorý vydala Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností - CECGA v roku 2008, členovia štatutárneho orgánu sú povinní vykonávať svoju pôsobnosť s odbornou starostlivosťou a v súlade so záujmami spoločnosti a všetkých jej spoločníkov. Odborná starostlivosť nie je definovaná v Obchodnom zákonníku<sup>1</sup>, ale v zásade ide o pojem, ktorý má v práve obchodných spoločností zásadný význam pre výkon profesionálneho riadenia spoločností, ktorý zahŕňa vytvorenie takého toku informácií, v rámci ktorého budú členovia štatutárneho orgánu schopní rozhodovať za spoločnosť, teda pri správe cudzieho majetku na základe dostupných a odborných vedomostí.

Medzi najzákladnejšie povinnosti štatutárnych orgánov patrí povinnosť vykonávať svoju pôsobnosť s odbornou starostlivosťou<sup>2</sup>, ktorá v podstate zahŕňa tri najzákladnejšie elementy, ktorými je tento pojem definovaný:



- Vykonávanie pôsobnosti so záujmami všetkých spoločníkov a spoločnosti, neuprednostňovať vlastné záujmy, záujmy niektorých spoločníkov alebo tretích osôb (tzv. princíp lojality).
- Pri rozhodovaní si zaobstaráť všetky dostupné informácie ohľadom predmetu rozhodovania.
- Zachovávať mlčanlivosť o dôverných informáciách a skutočnostiach, ktorých prezradenie by mohlo spôsobiť škodu spoločnosti alebo ohroziť jej záujmy alebo jej spoločníkov.

Z pohľadu judikatúry je pre pojem odborná prírodná skutočnosť, že jadro výkonu funkcie štatutárneho orgánu spočíva v správe cudzieho majetku a preto si tento výkon funkcie vyžaduje skúsenosti resp. vedomosti minimálne v rozsahu, aby bol člen štatutárneho orgánu rozpoznať potrebnú odbornú pomoc. Slovenská judikatúra chápe odbornú starostlivosť v tom zmysle, že odbornú starostlivosť je *nutné objektívne posudzovať v zmysle všeobecne starostlivosti požadovanej pri danom druhu konania*.<sup>3</sup>

Je nutné zdôrazniť, že členovia štatutárneho orgánu nezodpovedajú za škodu spôsobenú spoločnosti konaním, ktorým vykonávali uznesenie valného zhromaždenia. Táto skutočnosť je viac menej logická, pretože valné zhromaždenie je najvyšším orgánom spoločnosti, ktoré má najzásadnejší vplyv na rozhodovanie štatutárneho orgánu. Z tohto dôvodu je vhodné, aby si členovia štatutárneho orgánu dali „posvätiť“ svoje konanie, aj z dôvodu svojej ochrany. Pre úplnosť je ale nutné doplniť, že súhlas valného zhromaždenia s transakciou nie je relevantný, ak je uznesenie valného zhromaždenia v rozpore s právnymi predpismi, spoločenskou zmluvou alebo stanovami.

### **Péče rádného hospodáre v Zákone o korporáciách**

V Zásade aj v Čechách aj na Slovensku môžeme povedať, že súdy pod pojmami *péče rádného hospodáre* alebo *odborná starostlivosť* akcentujú riadny a zodpovedný výkon funkcie členov štatutárneho orgánu. Zásadne pri správe cudzieho majetku musí byť starostlivosť o majetok spoločnosti taká, ako starostlivosť o vlastný majetok. To je alfa a omega celej „*péče rádného hospodáre*“.

V zmysle § 51 ods. 1 Zákona o korporáciách, „*Pečlivo a s potrebnými znalosťmi jedná ten, kto mohol pri podnikateľskom rozhodovaní v dobrej viere rozumné predpokladať, že jedná informovaně a v obhajiteľnom zájmu obchodní korporácie; to neplatí, pokiaľ takéto rozhodovanie nebylo učineno s nezbytnou lojalitou.*“

Rekodifikácia povinnosť konať „s péčí rádného hospodáre“ preberá tento pojem ako základný štandard vykonávania pôsobnosti členov štatutárneho orgánu. Nôvum je reakcia na už väčšinu jurisdikcii v Európe, keď sa do českej legislatívy inkorporovalo tzv. pravidlo podnikateľského úsudku známejšie ako Business Judgement Rule.

Pravidlo podnikateľského úsudku vychádza zo základnej koncepcie, že pre riadne fungovanie spoloč-

nosti je síce nevyhnutné, aby členovia štatutárneho orgánu niesli zodpovednosť za porušenie svojich povinností, ale nie je možné, aby riziko neúspechu v obchode niesli členovia štatutárnych orgánov. Je logické, že podnikanie so sebou prináša riziko aj neúspechu a preto je nutné, aby zodpovednosť členov štatutárnych orgánov bola vylúčená v prípade, ak konajú riadne, zodpovedne, svedomito a informovane, v dobrej viere a v rozumnom presvedčení, že ich konanie a následné rozhodnutie je v najlepšom záujme spoločnosti.

Pravidlo Business Judgement Rule je dieťaťom judikatúry štátu Delaware v USA a vychádza z koncepcie tzv. trojprvkové testu odbornej starostlivosti štatutárnych orgánov: (i) môže sa rozumné predpokladať, že štatutárny orgán jedná informovane na základe dostupných informácií, (ii) jednanie v dobrej viere a (iii) racionálne sa odôvodní záujem spoločnosti.

Koncepcia vychádza zo skutočnosti, že súd neskúma faktické okolnosti danej transakcie, pretože nie je obchodník a nie je schopný dané skutočnosti posúdiť ex post.

Na Slovensku nie je pravidlo podnikateľského úsudku zakotvené explicitne v Obchodnom zákonníku, ale domnievam sa, že súd by ho v príslušnom spore zobral do úvahy, pretože podľa môjho názoru je to už všeobecne známy pojem zakotvený bežne európskou judikatúrou a rešpektovaný právnou vedou.

*Autorkou článku je JUDr. Radka Sláviková Geržová advokátka z advokátskej kancelárie Futej and Partners s.r.o a externá doktorandka na Fakulte práva Paneurópskej vysokej školy autorka je členkou CEEGA*

<sup>1</sup> Na rozdiel od Zákona o konkurze a reštrukturalizácii.

<sup>2</sup> Abstrahujem od skutočnosti, že ustanovenie § 194 ods. 5 Obchodného zákonníka používa pojem náležitá starostlivosť, ktorý zahŕňa aj odbornú starostlivosť.

<sup>3</sup> Uznesenie NS SR spis. Zn. sp. zn. 4 Obdo 4/2013 z 26.6. 2012

# Emisia podnikových obligácií<sup>1</sup>

Božena HRVOĽOVÁ

## Úvod

Na poslednej konferencii Asociácie finančných manažérov 22. októbra 2014 sme si vypočuli vystúpenie Romana Turok-Heteša, generálneho riaditeľa Sekcie finančného trhu MF SR na tému „Konceptia rozvoja kapitálového trhu“, ktorá bola schválená Vládou SR dňa 23. apríla 2014.

Jednou z možností ako zvýšiť ponuku cenných papierov na Slovensku (o ktorej pán Turok-Heteš hovoril) je emisia podnikových obligácií, ktorých je v súčasnosti (v porovnaní s 90-tymi rokmi minulého storočia) ako šafranu. Napriek viac ako 20%-ným výnosom z kupónov v 90-tych rokoch veľa podnikov získavalo peňažný kapitál prostredníctvom emisií podnikových obligácií. Jedným z dôvodov, prečo sa v tom čase finančným inštitúciám vyplátilo poskytovať úver týmto spôsobom boli výrazné rozdiely medzi daňami z príjmov bánk a zrážkovými daňami z výnosov dlhopisov obligácií. Okrem úspor na daniach získavali banky príjmy z provízií za sprostredkovanie emisií podnikových obligácií. Často celý objem emisií až do doby splatnosti končil v portfóliách bánk.

V príspevku sa pokúsime pripomenúť základné informácie, ktoré sú pre finančného manažéra potrebné ak sa rozhodne pre emisiu podnikových obligácií.

Podnikové obligácie sú formou dlhopisov kapitálového trhu. Základnú právnu úpravu týchto cenných papierov nájdeme v zákone č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov a v zákone č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov. Žiaľ, časté novely týchto zákonov neprospievajú ani ich kvalite, ani spoľahlivosti a okrem toho vytvárajú obmedzenia pre využívanie súčasných možností, ktoré poskytujú vyspelé finančné trhy.

## 1. Stručná charakteristika dlhopisov

Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov definuje dlhopis ako „**cenný papier, s ktorým je spojené právo majiteľa požadovať splácanie dlžnej sumy v menovitej hodnote a vyplácanie výnosov z nej k určitému dátumu a povinnosť osoby oprávnenej vydávať dlhopisy (ďalej len „emitent“) tieto záväzky splniť.**“

Menovitú hodnotu obidva (vyššie uvedené) zákony definujú ako „peňažnú sumu na ktorú dlhopis znie“. Peňažná suma na ktorú dlhopis znie predstavuje teda výšku dlhu, ktorú sa emitent zaväzuje zaplatiť a podľa § 12 zákona o dlhopisoch buď jednorazovo k určitému termínu alebo splátkami v niekoľkých termínoch.

Na zahraničných trhoch obligácie nemusia byť splatné iba v menovitej hodnote (ako to pre splatnosť menovitej hodnoty stanovuje v SR zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov), ale aj inak, napríklad formou umorovacieho kurzu. Jednou z možností tohto druhu splácania sú **obligácie s indexovanými splátkami**, označované aj ako „býčie“ alebo „medvedie“ obligácie (bull and bear bonds). Umorovací kurz tohto zvláštneho druhu obligácií závisí na vývoji akciových indexov. Obligácie s indexovanými splátkami sú emitované v dvoch tranšach. Jedna tranša je určená pre investorov, ktorí očakávajú vzostup bázičného akciového indexu (bull tranša) a druhá tranša pre investorov, ktorí majú opačné očakávania, špekulujú na pokles akciových kurzov (bear tranša). Vzostup umorovacej hodnoty pre majiteľa jednej tranše vedie k poklesu umorovacej hodnoty pre majiteľov druhej tranše. Napríklad, predpokladajme, že spoločnosť Z emituje obligácie na index XY, pričom umorovací kurz pre majiteľov obligácií sa pohybuje v trojnásobnej výške oproti akciovému indexu. Vzostup indexu napríklad o 5% pre majiteľa bull tranše znamená dosiahnutie umorovacieho kurzu vo výške 115% menovitej (nominálnej)

hodnoty obligácie a pre majiteľa bear tranše umorenie obligácie vo výške iba 85% menovitej hodnoty. V prípade opačného vývoja akciového indexu majiteľ bull tranše získa iba 85% menovitej hodnoty a majiteľ bear tranše 115% menovitej hodnoty. Výnosy z kupónov tohto druhu obligácií bývajú spravidla nižšie ako sú trhové úrokové sadzby. Dôvodom je možnosť dosiahnuť dodatočný zisk pre investorov v dôsledku pohybu umorovacieho kurzu. Obligácie s indexovanými splátkami umožňujú investorom špekulovať na pohyb akciových kurzov prostredníctvom obligácií, čo im umožní zaistiť si svoje akciové portfólio uzatvorením opačnej pozície.

**Výnos z kupónu obligácie** môže emitent na Slovensku určiť spôsobom, ktorý vymedzuje paragraf 10 zákona č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov:

- a) **pevnou úrokovou sadzbou,**
- b) **pevnou úrokovou sadzbou a podielom na zisku,**
- c) **rozdielom medzi menovitou hodnotou obligácie a jej nižším emisným kurzom,**
- d) **vyžrebovateľnou prémieu alebo prémieu v závislosti od lehoty splatnosti obligácie,**
- e) **pohyblivou úrokovou sadzbou, prípadne vývojom devízových kurzov v závislosti od pohybu úrokových sadzieb alebo kurzov na finančnom trhu,**
- f) **kombináciou uvedených spôsobov.**

Podniky na Slovensku z týchto málo možností v minulosti využívali hlavne:

- stanovenie výnosov pevnou úrokovou sadzbou;
- pohyblivý výnos, výška ktorého závisela najskôr od diskontnej sadzby NBS (existovala do roku 2002) a objavili sa aj obligácie, ktorých výnos z kupónu bol určený 6-mesačnou referenčnou sadzbou BRIBOR;
- nulový kupón, t. j. vyplatenie výnosov v čase splatnosti obligácie.

Jedným zo súčasných vývojových trendov vyspelých kapitálových trhov je veľmi

intenzívny inovačný proces, výsledkom ktorého je vznik a vývoj nových cenných papierov, ktoré umožňujú obmedziť riziká investorov alebo zainteresovať ich na zisku emitentov a pritiahnúť ich tak k investovaniu do tvorivo a aktuálne konštruovaných obligácií.

Preto obmedzovanie možností stanovenia výnosov zákonom sa z tohoto uhla pohľadu javí ako brzda ďalšieho rozvoja slovenského kapitálového trhu.

Napríklad, pozrime sa na niektoré možnosti stanovenia výnosov **obligácií s pohyblivým výnosom z kupónov**, ktoré sú spravidla označované skratkou FRN (Floating rate notes) na zahraničných trhoch a porovnajme ich s možnosťami, ktoré poskytuje § 10, písmena e) zákona č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch. Tento typ obligácií bol prvýkrát emitovaný v 70. rokoch na trhu euroobligácií, neskôr i na iných národných kapitálových trhoch. Pohyblivá sadzba výnosov z kupónov sa pri FRN uplatňuje nielen kvôli inflácii, ale aj v závislosti od úspešnosti zisku emitenta. V podmienkach emisie týchto obligácií sa nestanovuje presná sadzba výnosu z kupónu, ale len spôsob a podmienky, ktoré budú určovať zmenu výnosu z obdobia na obdobie. Zmena veľkosti výnosu sa musí viazať len na takú veličinu, ktorá je objektívna a jej výpočet nesmie závisieť od vplyvu emitenta. Takouto veličinou je napríklad diskontná sadzba, miera inflácie, zmeny devízových kurzov a pod. Na medzinárodných finančných trhoch najznámejšou sadzbou, na ktorú sa viaže pohyblivý výnos z kupónov medzinárodne obchodovateľných obligácií, je tzv. LIBOR (London Interbank Offered Rate - pričom ide o sadzbu pre obchody medzi veľkými medzinárodnými bankami na londýnskom eurodolarovom trhu). FRN majú pre investorov rad výhod. Patrí k nim napríklad možnosť podieľať sa na vzostupe hladiny úrokových sadzieb, majú nižšie kurzové riziko a vykazujú nižší pohyb kurzu oproti klasickým obligáciám. Nevýhodou na druhej strane je pokles výnosu oproti obligáciám s pevne stanoveným výnosom v prípade klesajúcej úrovne trhových úrokových sadzieb. Opačne je to v prípade emitentov.

Na zahraničných trhoch existujú rôzne varianty FRN, napríklad:

- **minimax FRN** - vymedzuje dolnú a hornú hranicu kolísania pohyblivých sadzieb výnosov z kupónov,
- **FRN obmedzujúce** iba najnižšiu **dolnú úrokovú sadzbu** (floor) alebo **najvyššiu** dohodnutú sadzbu výnosu (cap),
- **FRN s automatickou premenou na obligácie s pevným výnosom z kupónu** (droplock FRN) sú obligácie s pohyblivým výnosom, ktoré môžu byť



v prípade poklesu trhových úrokových sadziieb pod stanovenú úroveň premenené na obligácie s pevným výnosom,

- **FRN s možnosťou premeny na obligácie s kratšou dobou splatnosti** (flip - flop FRN). Majiteľ tohto druhu obligácií s pohyblivým výnosom má právo po niekoľkých rokoch vymeniť obligáciu za inú, ktorá má kratšiu dobu splatnosti,
- **obligácie s inverzným pohybom sadzby výnosov z kupónu**. Ak napríklad LIBOR stúpa, splatný výnos z kupónu klesá a naopak,
- **obligácie, pri ktorých je sadzba výnosu z kupónu upravovaná každý mesiac** (spravidla podľa trojmesačného priemeru),
- **obligácie s odkladom vyplácania výnosu**. Výnos z kupónu sa vypláca až po určitom čase, ale vo vyšších čiastkach,
- **obligácie s poistkou** proti poklesu úrokovej miery,
- **stúpajúco a klesajúco úročené obligácie**. Pri stúpajúco úročených obligáciách sa sadzba výnosu z kupónu postupne zvyšuje v dohodnutej výške a termínoch. Cieľom je zainteresovať veriteľa na poskytnutí a držbe pôžičky s dlhšou dobou splatnosti. Pri klesajúco úročených obligáciách má emitent snahu získať potrebný kapitál rýchle, preto motivuje investorov vyšším počiatočným výnosom, ktorý sa postupne znižuje s dobou trvania pôžičky,
- **indexované obligácie** - zachovávajú si podstatné prvky klasických obligácií, uplatňuje sa však pri nich zásada indexácie, t.j. chráni majiteľa pred infláciou. Emitent sa napríklad zaviazne zvýšiť nominálnu hodnotu podľa miery inflácie. Tým sa zvyšuje i výnos z obligácie. Pri tomto druhu obligácií je potrebné definovať veličinu (referenčnú hodnotu), na ktorú bude indexácia viazaná, napríklad: výška výnosu a splátok bude závisieť od pohybov menových kurzov, úrokovej miery alebo od indexov cenných papierov, indexov miezd, indexov veľkoobchodných cien a pod. Podľa toho rozlišujeme **finančné indexovanie** a **reálne indexovanie**,
- jednou z foriem indexovaných obligácií sú **komoditne zaistené obligácie** - majú svoju nominálnu hodnotu viazanú na trhovú cenu medzinárodne obchodovanej komodity napr. zlata, striebra alebo ropy, u ktorých možno predpokladať citlivosť na infláciu,

- **prijmové obligácie** (income bonds) - vyplácajú kupón iba v prípade, že zisk emitenta je dostatočujúci. **Spoločnosti ich využívajú napríklad v čase reorganizácie**. Nevyplatené výnosy z kupónov sa spravidla akumulujú. Držitelia týchto obligácií na rozdiel od držiteľov iných obligácií, nemôžu podať na emitenta návrh na konkurz v prípade, že kupón nebude vyplatený,
- **obligácie s vynechaným kupónom** - nevyplácajú kupón v prípade, že emitujúca spoločnosť nevypláca dividendy;

**Obligatórne náležitosti dlhopisov** vymedzené v § 3 zákona č. 530/1990 Zb o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.

**Podobu** môžu mať dlhopisy listinnú i zaknihovanú. Podobu zaknihovaných cenných papierov musia mať dlhopisy na doručiteľa. Kupóny, ktoré sa vydávajú na uplatnenie práva na výnos z dlhopisu majú listinnú podobu a rovnako ako dlhopisy môžu mať **formu** cenných papierov na meno alebo na doručiteľa.

## 2. Emisia obligácií

Obligácie ako jedna z foriem dlhových nástrojov kapitálového trhu, prostredníctvom ktorých môže finančný manažér podniku získať peňažné prostriedky na financovanie investícií, splácanie predchádzajúcich drahých úverov a pod. majú v porovnaní s bankovým úverom alebo emisiou akcií rad výhod ale aj nevýhod.

### 2.1 Výhody a nevýhody emisie obligácií z hľadiska podniku ako emitenta

#### a) K výhodám emisie obligácií možno zahrnúť:

- možnosť získania veľkého úveru, ktorý by neboli ochotné alebo schopné poskytnúť ani veľké banky, prípadne konzorcium bánk;
- možnosť vyhnúť sa príliš silnej kontrole bánk;
- v porovnaní s bankovým úverom hlavným rozdielom medzi úverom a verejne obchodovanými obligáciami je možnosť ich predaja na sekundárnom trhu, t. j. likvidita tohto nástroja, ktorá umožňuje nižšie náklady na získanie peňažných prostriedkov;
- obligácie nie sú obmedzené na určitú právnu formu podniku (na Slovensku s výnimkou správ-

covských spoločností, podielových fondov, dôchodkových správcovských spoločností a penzijných fondov) obligácie môžu emitovať všetci tuzemci - právnické osoby vrátane pobočiek zahraničných bánk i fyzické osoby zapísané do obchodného registra a tiež cudzozemci – právnické osoby), hoci sú výhodné iba pre veľké podniky, najčastejšie akciové spoločnosti, ktoré si môžu dovoliť vysoké transakčné náklady, ktoré sa vyplácajú iba pri veľkých emisiách (na Slovensku sa v minulosti doporučoval minimálny objem emisie vo výške 100 mil. Sk, v súčasnosti zhruba polovičná hodnota v eurách);

- obligácie nemôžu byť od veriteľa vypovedané (s výnimkou obligácií s put opciou, pri ktorej má investor právo na skoršie splatenie obligácie), veriteľ ich môže v prípade potreby hotových peňazí predať na sekundárnom trhu;
- možnosť splatenia menovitej hodnoty naraz až po uplynutí doby splatnosti (môžu byť, prirodzene, dohodnuté aj iné spôsoby splatenia menovitej hodnoty). Táto výhoda má význam z hľadiska časovej hodnoty peňazí – dáva šancu kladnej čistej súčasnej hodnoty dlhu;
- možnosť kúpiť vlastné obligácie na sekundárnom trhu v prípade nižšej trhovej ceny ako je menovitá (alebo iná umorovacia) hodnota;
- pevne kalkulatelné úrokové náklady v prípade klasických obligácií s pevným výnosom z kupónu;
- úroky z kupónov znižujú hospodársky výsledok pred zdanením (výhoda v porovnaní s emisiou akcií);
- vymeniteľné (konvertibilné) obligácie umožňujú nesplatenie menovitej hodnoty a až o tretinu nižší výnos z kupónu v prípade, že akcie spoločnosti sú na trhu podhodnotené;
- nie je s nimi spojené právo podieľať sa na riadení spoločnosti pre ich držiteľov, iba právo na pohľadávku.

**b) Emisia obligácií má aj svoje nevýhody, napríklad:**

- predpokladá určitú bonitu podniku, ktorej základom je zodpovedajúci vlastný kapitál (vlastné imanie) a uspokojivá výnosová situácia;
- emisia býva viazaná na súhlas štátu (v minulosti u nás pre verejné i súkromné emisie na súhlas MF,

NBS a neskôr Úradu pre finančný trh). V súčasnom období je povoľovací proces zrušený pre verejné i súkromné emisie. Zákon ukladá emitentovi dlhopisov iba povinnosť predložiť NBS emisné podmienky vydávaných dlhopisov v lehote najneskôr v deň začatia ich vydávania vo formulári zverejnenom na webovom sídle NBS. Štát sa tým zriekol v tejto súvislosti ochrany investorov. V prípade emisie obligácií na inom ako slovenskom trhu bude potrebné brať do úvahy právnu úpravu príslušnej krajiny v tejto oblasti;

- použiť emisiu obligácií má zmysel len vtedy, ak sú úroky z obligácií nižšie ako výnosy, ktoré sa ich pomocou dosahujú (leverage efekt);
- zaťažujú podniky aj v stratových rokoch a môžu znižovať podnikovú podstatu;
- s výnimkou najlepších podnikov vyžadujú záruku, niekedy na nehnuteľnostiach;
- pohľadávky v prípade konkurzu podniku patria do konkurzných pohľadávok;
- v priebehu životnosti obligácií sú potrebné náklady spojené s organizovaním výplaty výnosov z kupónov veľkému počtu držiteľov obligácií a v lehote splatnosti sú potrebné náklady na splatenie istiny obligácií;
- obligácie musia byť splatené v dohodnutom termíne;
- prísun cudzieho kapitálu zhoršuje súvahu z hľadiska zvyšovania podielu cudzích zdrojov na celkových zdrojoch krytia majetku.

Výhody alebo nevýhody emisie obligácií v porovnaní s inými možnosťami získavania peňažných prostriedkov si možno preveriť aj podľa dvoch dôležitých, všeobecne známych kritérií – čistej súčasnej hodnoty dlhu (ČSH<sub>D</sub>) a priemerných nákladov na emisiu obligácií.

ČSH<sub>D</sub> vypočítame ako rozdiel medzi súčasnou hodnotou kladných CF, ktoré získame emisiou obligácií a zápornými CFs, ktoré sú spojené so splácaním dlhu získaného formou emisie obligácií podľa vzťahu:

$$ČSH_D = +EK - \left[ \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{NH}{(1+r)^n} \right].$$

kde EK je emisný kurz,

- $C_{1-n}$  výnosy z kupónov v jednotlivých rokoch životnosti obligácie,
- NH menovitá (nominálna) hodnota a
- r aktuálna trhová úroková sadzba porovnateľného finančného nástroja.

Priemernú mieru platených nákladov spojených s emisiou obligácií vypočítame zo vzťahu:

$$EK = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{NH}{(1+r)^n}$$

kde EK bude emisný kurz,

- $C_{1-n}$  výnosy z kupónov v jednotlivých rokoch životnosti obligácie,
- NH menovitá (nominálna) hodnota a
- r bude neznáma – v tomto prípade priemerná miera nákladov na emisiu obligácií.

Zo vzťahu je jasná podoba s mierou výnosu do doby splatnosti. Je to prirodzené. Čo je z pohľadu investora výnosom do doby splatnosti, to je pre emitenta náklad na emisiu. Preto mieru priemerných nákladov na emisiu môžeme vypočítať pomocou, excelu, finančnej kalkulačky, iteratívnym spôsobom alebo približne podľa vzťahu:

$$r = \frac{C + \frac{NH - P}{n}}{\frac{P + NH}{2}}$$

Keďže náklady na dlh, vrátane nákladov na emisiu obligácií znižujú platené dane z príjmov, skutočná miera nákladov na emisiu bude  $r' = r \cdot (1-D)$ ,

kde r sú skutočné náklady na dlh,

D je daňová sadzba

### 3. Verejná alebo súkromná emisia obligácií?

K emisii (uvedeniu, prvotnému predaju) obligácií dochádza na primárnom kapitálovom trhu.

Po ujasnení si rozsahu emisie, účelu jej použitia, určení menovitej hodnoty, výšky, spôsobu stanovenia, frekvencie vyplácania výnosov, spôsobu zaistenia emisie, výšky emisného kurzu, stojí spoločnosť (emi-

tent) pred radom postupných dôležitých rozhodnutí.

Z hľadiska formy si emitent môže vybrať obligácie na meno alebo na doručiteľa. Toto rozhodnutie však ovplyvní podobu cenného papiera, pretože obligácie na doručiteľa podľa poslednej právnej úpravy môžu byť emitované iba v zaknihovanej podobe. Obligácie na meno môžu byť vydané v listinnej podobe.

Nepresne sú formulácie v § 4 zákona č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení nehorších predpisov v odstavci 3 a 4, ktoré sa vzťahujú k prevodu dlhopisov znejúcich na doručiteľa a na meno. Odstavec (3), § 4 hovorí „K prevodu práv z dlhopisov znejúcich na doručiteľa dochádza ich odovzdaním“. Ako možno odovzdať zápis v Centrálnom depozitári? V Centrálnom depozitári možno obligáciu previesť na inú osobu. V odstavci 4, § 4 sa píše „Dlhopisy znejúce na meno sú prevoditeľné rubopisom ...“ Toto je charakteristika cenných papierov na rad. Chýba tu doplnenie s ktorým sa stretávame pri akciách, že prevod musí byť zaznačený v zozname emitenta. Inak sú to cenné papiere na rad a nie na meno.

Jedným z ďalších rozhodnutí emitenta je, či uskutoční verejnú emisiu obligácií alebo dá prednosť súkromnému umiestneniu.

**Súkromne umiestnený dlh formou emisie obligácií** sa dojednáva často **priamo** medzi emitujúcou spoločnosťou a jedným alebo niekoľkými investormi. Pokiaľ je emisia príliš veľká na to, aby ju absorbovala jedna, prípadne niekoľko málo inštitúcií, môže si spoločnosť nájsť investičnú banku na vypracovanie prospektu a vytypovanie potrebného množstva veľkých investorov.

Dominantné postavenie v úlohe investorov na trhu súkromných emisií vo vyspelých trhových ekonomikách majú verejné a súkromné penzijné fondy a životné poisťovne. Tieto inštitúcie dávajú prednosť stabilným príjmom a držaniu obligácií do doby splatnosti.

Súčasná situácia v oblasti výnosov z termínovaných vkladových produktov neumožňuje investorom ani uchovanie hodnoty peňazí

Súkromná emisia obligácií sa spravidla uskutočňuje formou vlastnej zmenky.

Tento spôsob emisie má pre emitujúcu spoločnosť výhody i nevýhody.

**Výhody súkromnej emisie obligácií** sú nasledovné:

- vo vyspelých trhových ekonomikách (na rozdiel od verejnej emisie) nevyžaduje nákladnú povolo- vaciu procedúru. V minulosti u nás bolo potrebné povolenie MF, neskôr ÚFT a NBS v prípade ve- rejnej i súkromnej emisie. V súčasnosti sa odbúral povolo- vací proces u oboch foriem emisií);
- sú s ňou spojené podstatne nižšie náklady na emi- siu, môžu sa jej zúčastniť aj malé a stredné spo- ločnosti, ktoré sa nemôžu uchádzať o peňažný kapitál na verejnom trhu;
- pôžička je dôverná, veritelia sú ochotní „ušiť“ charakteristiky pôžičky v tejto forme na mieru emitenta, aby spĺňali špecifické potreby cash flow a doby splatnosti jednotlivých emitentov. To zna- mená, že sú vhodné aj pre spoločnosti so špeci- fickými finančnými potrebami, nižšou triedou úverovej schopnosti a pod.;
- môžu obsahovať rôzne koncesie, napríklad zá- väzky k ďalšej pôžičke v budúcnosti;
- nie je potrebná štandardizácia;
- vyjednávanie o spätnom odkúpení emisie v prí- pade zmenených podmienok s jednou alebo nie- kolkými málo inštitúciami je jednoduchšie.

**Nevýhody súkromnej emisie obligácií:**

- súkromne umiestnené obligácie nie sú obchodo- vateľné na sekundárnom trhu, majú teda nízky stupeň likvidity, z čoho vyplýva potreba vyšších výnosov z kupónov pre investora, čiže vyšších ná- kladov pre emitenta;
- spoločnosť nemôže takto umiestnené obligácie späť odkúpiť na sekundárnom trhu v prípade poklesu trhovej ceny pod nominálnu hodnotu, môže sa pokúsiť dohodnúť odkúpenie za nomi- nálnu hodnotu;
- súkromne umiestnené emisie obligácií majú často mnohé obmedzenia – napríklad, že spoločnosť musí stále udržiavať minimálnu úroveň pracovného kapitálu alebo minimálne vlastné imanie a pod.

Vo vyspelých trhových ekonomikách je podiel sú- kromne umiestnených obligácií na celkovom objeme obligácií pomerne vysoký. V USA sa v posledných ro- koch pohybuje okolo 50 až 60%. Podmienky pre umiestnenie súkromných emisií obligácií sa u nás v súčasnosti zlepšili vznikom mnohých penzijných fondov.

Za výhody takto umiestnených obligácií sa priro- dzene platí za zvýšené riziko a za držbu nelikvidného aktíva. Výsledkom je vyšší výnos z kupónu v poro- vaní s verejnou emisiou obligácií. V USA sa tento roz- diel pohybuje cca 0,5%.

**Verejná emisia obligácií** znamená emisiu verejne obchodovateľných obligácií (obligácií vydaných na základe verejnej ponuky), s ktorými sa obchoduje na verejných sekundárnych trhoch – u nás na BCPB.

**Výhodou** tohto druhu emisie je, že pomocou nej možno získať značný objem peňažného kapitálu od veľkého počtu investorov, čo relatívne znižuje fixné náklady na emisiu, obligácie sú likvidné, v prí- pade výhodnej ceny ich môže emitent vykúpiť za trhovú cenu na sekundárnom trhu.

Podstatnou **nevýhodou** sú vysoké náklady na emisiu a udržiavanie pôžičky – vyplácanie výnosov z kupónov, splácanie nominálnej hodnoty.

Rozdiely medzi súkromnou a verejnou emisiou ilustrujeme na jednoduchom číselnom príklade:

*Predpokladajme, že sa emitent rozhoduje medzi ve- rejnou a súkromnou emisiou obligácií so životnosťou 10 rokov v objeme 100 mil. eur.*

*Predpokladajme, že v prípade verejnej emisie výnos z kupónu bude 8,5% p. a., poplatky za sprostredkovanie emisie budú predstavovať 1,5% z objemu emisie a ostatné fixné náklady na emisiu budú 800 000 eur.*

*Pri súkromnej emisii bude výnos z kupónu o 0,5% vyšší, t. j. 9% p. a. a náklady na emisiu predstavujú 300 000 eur.*

*Pre ktorý spôsob umiestnenia sa emitent rozhodne?*

*Predpokladajme, že emisný kurz (EK) sa rovná me- novitej hodnote emisie, t. j. 100 mil. v oboch prípadoch.*

	<b>Verejná emisia</b>	<b>Súkromná emisia</b>
EK	+ 100 000 000	+100 000 000
Náklady:	- 1 500 000	- 300 000
	- 800 000	
<b>Čisté získané prostriedky z emisie</b>	<b>97 700 000</b>	<b>99 700 000</b>

*Ak by sme sa rozhodovali len na základe čistých zís- kaných prostriedkov z emisie, výhodnejšou by sa javila súkromná emisia. Toto rozhodnutie by však bolo chybné, pretože sme zatiaľ nezobrali do úvahy každo- ročné vyššie náklady na výplatu výnosov z kupónov, čo predstavuje 0,5% zo 100 000 000 eur, t. j. 500 000 eur*

ročne v priebehu nasledujúcich 10 rokov. Keďže sa rozhodujeme v súčasnosti, musíme vypočítať súčasnú hodnotu vyšších nákladov na výplatu kupónov v priebehu 10 rokov životnosti obligácie, t. j.:

$$SH = 500\,000 \cdot A^{10}_{0,085} = 500\,000 \cdot 6,5609 = 3\,280\,450 \text{ eur.}$$

Na diskontovanie sme použili sadzbu 8,5%, ktorá je výnosom z kupónov verejnej emisie (v tomto prípade konkurenčnej alternatívy umiestnenia emisie obligácií).

Celkové náklady na súkromnú emisiu v porovnaní s verejnou emisiou budú  $300\,000 + 3\,280\,450 = 3\,580\,450$  eur a súčasná hodnota rozdielu medzi emisným kurzom a celkovými nákladmi na súkromnú emisiu bude  $100\,000\,000 - 3\,580\,450 = 96\,419\,550$  eur, čo je menej ako pri verejnej emisii.

### Formy verejnej emisie

Ak sa emitent (po zvážení výhod a nevýhod a hlavne možností) rozhodne pre verejnú emisiu, môže si vybrať medzi:

- vlastnou emisiou a
- emisiou prostredníctvom sprostredkovateľa (obchodníka s cennými papiermi), označovanou aj ako opčná emisia.

**Vlastnú emisiu** využívajú hlavne známe, bonitné spoločnosti, po cenných papieroch ktorej je vysoký dopyt. V takom prípade sa finančný manažment spoločnosti môže kontaktovať sám s možnými záujemcami o jej obligácie a úspešne ich na primárnom trhu umiestniť. Dôležité je emisiu správne načasovať, to znamená poznať absorpčnú schopnosť príslušného trhu.

Emitenti pri verejných emisiách využívajú častejšie **služby sprostredkovateľov** – obchodníkov s cennými papiermi. Môžu sa tak vo väčšej miere vyhnúť možnosti neumiestnenia emisie na trhu.

Sprostredkovatelia sa na primárnom trhu pohybujú neustále (emitujúce spoločnosti len príležitostne), preto dbajú o svoju povesť a nepustia sa do novej emisie, kým nebudú presvedčení, že údaje sú investorom prezentované pravdivo. O predaj emisie sa postarajú aj tým, že ju „posvätia“ svojím dobrým menom.

Sprostredkovatelia poskytujú pre emitentov širokú škálu služieb spojenú s emisiou obligácií.

V podstate ide o tri okruhy služieb:

- **poskytujú rady,**
- **kupujú novú emisiu od spoločnosti a**
- **rozpredávajú ju verejnosti.**

Obchodníci s cennými papiermi ponúkajú spravidla nasledovný okruh služieb:

#### 1. Prvotné posúdenie finančnej situácie klienta:

- analýza finančnej situácie klienta,
- posúdenie možností financovania investičných a rozvojových potrieb emitenta,
- návrh konkrétnych podmienok financovania uvažovaných investičných zámerov.

#### 2. Emisný marketing:

- príprava propagačných materiálov,
- zabezpečenie reklamy a inzercie,
- prieskum záujmu investorov o emisiu.

#### 3. Sprostredkovanie emisie obligácií:

- zabezpečenie predloženia emisných podmienok Úradu pre finančný trh (do 1. 1. 2006) a NBS v lehote do 15 dní od začiatku vydávania obligácií (po tom, čo bol zrušený povoľovací proces pre vydávanie dlhopisov v SR),
- vypracovanie žiadosti o povolenie verejnej obchodovateľnosti cenného papiera (o povolenie vydania cenného papiera na základe verejnej ponuky) a pridelenie kódu ISIN,
- vypracovanie prospektu emitenta (§ 123 zákona č. 566/2001 o cenných papieroch),
- registrácia v Centrálnom depozitári,
- umiestnenie emisie na primárnom trhu.

#### 4. Kótovanie cenného papiera na BCPB

#### 5. Ďalšie služby podporujúce úspešnú realizáciu emisie cenných papierov, napríklad:

- poradenstvo pri návrhu emisných podmienok,
- vypracovanie časového plánu emisie,
- návrh na realizáciu emisného marketingu,
- príprava kompletnej dokumentácie,
- zabezpečenie tlače prospektov a propagačných materiálov,
- predaj cenného papiera na primárnom kapitálovom trhu prostredníctvom siete filiálok a expozitúr,

- výplata kupónov majiteľom obligácií,
- poskytovanie bankových záruk za umiestnenie emisie a pod.

### Výber sprostredkovateľa

Dôležitým krokom, ktorý musí emitujúca spoločnosť urobiť je výber sprostredkovateľa a rozhodnutie o okruhu služieb, ktoré si u neho objedná.

Výber sa môže uskutočniť formou:

- **konkurenčnej ponuky** alebo
- **dohodnutým sprostredkovaním.**

Pri výbere sprostredkovateľa **konkurenčnou ponukou** dá emitent na vedomie úmysel vydať obligácie a žiada od obchodníkov s cennými papiermi ponuky na sprostredkovanie emisie. Vyberie si toho, kto je z hľadiska jeho kritérií najvýhodnejší. Tento spôsob vedie ku konkurencii medzi sprostredkovateľmi a k možnému znižovaniu nákladov na emisiu. Môžu si to však dovoliť hlavne renomované spoločnosti, o emisiu ktorých sa sprostredkovateľom vyplatí uchádzať, pretože sľubuje dostatočný zisk.

Väčšina spoločností používa druhý spôsob výberu sprostredkovateľa emisie – **dohodnuté sprostredkovanie**. Vyplýva to často aj z dobrých vzťahov s určitou bankou pri poskytovaní iných služieb, z možnosti lepšieho marketingu, keď sa robí vopred a pod.

Pri tomto spôsobe si emitent vyberie sprostredkovateľa, s ktorým pripraví emisiu a dohodne sa na podmienkach, za ktorých bude realizovaná.

Sprostredkovateľ emisie – obchodník s cennými papiermi - sa môže zaviazat' k rozpredaju:

- 1. celej emisie**, v takom prípade odkúpi celú emisiu za „pevný preberací kurz“ a uskutoční predaj na primárnom trhu vlastným menom na vlastný účet a riziko alebo
- 2. pôsobí ako obstarávateľ emisie** – obchodník s cennými papiermi uskutoční emisiu vlastným menom ale na účet a riziko emitenta, napríklad:
  - a) na báze maximálnej snahy** – predat' čo najviac alebo
  - b) všetko alebo nič** – ak nebude možné predat' všetko za ponúkanú cenu, dohoda bude zrušená, prípadne

- 3. ku garancii celej emisie** – za províziu (výška ktorej závisí od rizika, že nepredá celú emisiu) sa sprostredkovateľ zaručí predat' emisiu a v prípade, že nepredá celý objem emisie, prevezme ho na svoj vlastný účet.

Pri veľkých emisiách, ktoré nemôže zvládnuť jeden obchodník s cennými papiermi, sa môže spojiť niekoľko sprostredkovateľov a vytvorit' **syndikát** s cieľom predat' emisiu.

### Postupy primárneho predaja

Pri samotnom primárnom predaji emisie obligácií možno použiť niekoľko postupov:

#### 1. upisovanie:

- a) verejné** – zúčastniť sa môže ktokoľvek,
- b) neverejné** – napríklad v prípade uplatnenia predkupných práv na novú emisiu obligácií,

#### 2. aukcia:

- a) verejná súťaž** - využíva sa konkurencia cenových ponúk,
- b) neverejná** – len pre určených potenciálnych investorov,

#### 3. umiestnenie – ponuka vybraným domácim a zahraničným investorom.

Obchodník s cennými papiermi, ktorý sprostredkúva emisiu, okrem organizovania priebehu emisie, vyhodnocovania ponúk potenciálnych investorov, predajov veľkých balíkov obligácií investorom, sleduje spravidla i prevody úhrad za kúpené cenné papiere, zadáva zoznam vlastníkov do Centrálného depozitára na registráciu, vypláca výnosy z kupónov a zabezpečuje splatenie menovitej hodnoty obligácií atď.

Za služby obchodníka s cennými papiermi je potrebné, prirodzene, zaplatiť. **Výška poplatkov** závisí od množstva faktorov – bonity klienta, rozsahu služieb, na ktorom sa emitent so sprostredkovateľom dohodli, objemu emisie, od konkurencie medzi sprostredkovateľmi. Konkrétna výška je vždy vecou dohody medzi emitentom a sprostredkovateľom. V USA sa napríklad pohybuje od 1 do 1,5 až 2% z objemu emisie.

- Sprostredkovatelia dostávajú spravidla zaplatené:
- **formou rozpätia** medzi kúpnu a predajnou cenou emisie,
  - v rizikovejších prípadoch aj určitú **nehotovostnú kompenzáciu** navyše, napríklad predkupné právo na sprostredkovanie ďalšej emisie cenných papierov a pod.

Emisné náklady okrem poplatkov pre sprostredkovateľov zahŕňujú aj administratívne náklady (v prípade potreby povolenia emisie a pod.), náklady na propagáciu, registráciu, ručenie atď.

Autorkou článku je  
prof. Ing. Božena Hrvolová, CSc.  
Katedra podnikových financií, FPM,  
EU v Bratislave

### Použitá literatúra:

- [1] BLAKE, D. 1995. *Analýza finančných trhov*. Praha: Grada, 1995, ISBN 80-7169-201-8.
- [2] COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. 2000. *Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies. Third Edition*. USA, New York: University Edition Mckinsey & company, Inc. 2000. ISBN:0-471-39748-2.
- [3] DAMODARAN, A. 1996. *Investment valuation*. USA, New York: Wiley, 1996. ISBN: 0-471-13393-0.
- [4] GERTLER, L. 2014. Sovereign spread and its measurement. In: *Hradec economic days 2014: the international conference, Hradec Králové, february 4th and 5th, 2014*. Hradec Králové: Gaudeamus, 2014. ISBN 978-80-7435-369-7, s. 149-155.
- [5] HRVOLOVÁ, B. a kolektív. 2006. *Analýza finančných trhov*. Bratislava: Sprint, 2006. ISBN 80-89085-59-8.
- [6] HYRÁNEK, E. – JÁNOŠOVÁ, V. – VAVROVÁ, K. 2012. *Dlhové financovanie. 1. vyd.* Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 185 s. ISBN 978-80-225-3365-2.
- [7] KOLLER, T. – GOEDHART, M. – WESSELS, D.: *Valuation Measuring and managing value of Company. Fourth edition*, USA: WILEY John Wiley Sons, ISBN: 13-978-0-471-70221-4.
- [8] MUSÍLEK, P. 2011. *Trh cenných papierů*. Praha: EKOPRESS, s. r. o., 2011, ISBN 978-80-86929-70-5.
- [9] PODMAJERSKÁ, K. 2013. Možnosti určenia nákladov podniku na získavanie a viazanie kapitálu. In *Aktuálne trendy a metódy vo finančnom riadení podnikov a ich vplyv na finančnú stabilitu podniku : zborník vedeckých statí : priebežné výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0004/13*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. ISBN 978-80-225-3781-0, s. 70-76.
- [10] POLEDNÁKOVÁ, A. 2000. *Globalizácia ekonomiky a internacionalizácia nákladov kapitálu*. Ekonomické rozhľady 3/2000.
- [11] ROSE, P. S. 1994. *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN: 80-85605-47-3.
- [12] ROSS, S. A. – WESTERFIELD, R. W. – JAFFE, J. 1996. USA: *Corporate finance*, IRWIN, 1996, ISBN 0-256-15229-2.
- [24] ŠKRINIAR, P. 2009. Úloha ratingového ohodnotenia sa zmenila. In *Globalizácia finančných trhov a ich vplyv na medzinárodný finančný manažment: vedecká konferencia, Bratislava 6.11.2009*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009, ISBN 978-80-225-2930-3, s. 107-109.
- [25] Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov
- [23] Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

<sup>1</sup> Príspevok je výsledkom riešenia VÚ VEGA č. 1/0662/15 2015-2017 Ekonomicko-sociálne nástroje ako faktor tvorby pracovných miest v podnikoch.

# Daň z finančných transakcií – I. časť - dôvody, charakteristika a základný koncept dane<sup>1</sup>

**Erika MÁRIA JAMBOROVÁ**

## *Dôvody zavedenia*

V súvislosti s dosahmi hospodárskej a finančnej krízy stále nástočivejšie rezonuje požiadavka, aby finančný sektor v oveľa väčšej miere prispieval do štátnych rozpočtov národných ekonomík. V súčasnosti sú napríklad vo väčšine krajín finančné produkty oslobodené od DPH. Bailouty zo strany vybraných členských štátov EÚ spôsobili nárast už aj tak vysokej zadlženosti väčšiny krajín EÚ. K riešeniu záchranu bánk cestou financovania zo strany národných ekonomík (bailout) sa výstižne vyjadril Mervyn King<sup>2</sup>, ktorý konštatoval, že banky sú súkromné pri delení ziskov bánk a štátne v prípade strát. Dosahy úspornej politiky z titulu zadlženosti nesú na svojich pleciach najmä daňoví poplatníci. Súčasný globalizovaný finančný trh, podporený liberalizáciou obchodu a finančnou dereguláciou ako i novými produktmi súvisiacich s rozvojom informačno – komunikačných technológií sa vyznačuje enormným rozmachom obchodovaných objemov. Kým finančné trhy razantne expandovali v globalizujúcom sa prostredí, finančná regulácia nedokázala v predkrízovom období držať krok s uvedenými trendmi a prispôsobiť sa uvedeným zmenám. V súvislosti s dosahmi krízy na národné ekonomiky vznikli v EÚ nové inštitúcie pre výkon dohľadu nad finančným trhom, vybavené výrazne vyššími kompetenciami, než tomu bolo v predkrízovom období. Prijala sa koncepcia jednotného európskeho mechanizmu dohľadu, ktorý je významným krokom smerom k bankovej únii. Ďalším pilierom bankovej únie, okrem jednotného bankového dohľadu majú byť aj spoločný fond na ozdravenie bánk, ktoré sa dostanú do závažných finančných problémov a jednotná schéma garancií vkladov. Okrem inštitucionálnej roviny sa urobili významné kroky aj v rovine funkcio-

nálnej. Prijali sa nové regulačné opatrenia Basel III, či Solvency II. Jedným z opatrení, týkajúcich sa zvýšenia príjmovej stránky zadlžených národných rozpočtov, je aj zavedenie dane z finančných transakcií (DFT).

## *Finančné transakcie a vysokofrekvenčné obchodovanie na finančných trhoch*

V súčasnosti sa na finančných trhoch zobchoduje viac ako 100 násobok HDP všetkých krajín OECD, pričom len na samotnej frankfurtskej derivátovej burze EUREX sa uskutočňujú obraty vo výške 60 násobku HDP Nemecka. Samotný objem devízových transakcií je 70 násobne vyšší ako je objem svetového obchodu. Časovo sa obchody uskutočňujú v čoraz kratších intervaloch. Až 80% všetkých transakcií má splatnosť do 8 dní, pričom 40% z nich sa vyznačuje dokonca splatnosťou menšou ako 2 dni. Vysokofrekvenčné obchody sa uskutočňujú tempom v tisícoch sekundy a v miliónoch kusov. Pred 10 rokmi vysokofrekvenčné obchody prakticky ešte neexistovali. V USA sa v súčasnosti prostredníctvom vysokofrekvenčných obchodov zobchoduje až 70% finančných transakcií, v EÚ je ich podiel 40%. Často krát komunikuje počítač s počítačom, pričom napr. akcia prechádza tuctom digitálnych rúk, kým v niektorých rukách skončí. V PC systémoch búrz vo Viedni, či Tokiu je možné vidieť všetky objednávky, predajné a kúpne ponuky. Vysokofrekvenčné obchody a ich dosahy na možné riziká možno ilustrovať aj na nasledovnom príklade. 6.5. 2010 poklesol index Dow Jones bez zjavného dôvodu o 1/10 svojej hodnoty. Orgán dohľadu nad burzami v USA – SEC túto skutočnosť prešetroval, pričom zistil, že príčinou bleskového poklesu bol vysokofrekvenčný obchodník. PC systémy



dezinterpretovali jeho príkaz, čo spôsobilo paniku a následný pokles cien. SEC zistil, že medzi 2:45:13 a 2:45:27 sa tento cenný papier predával 27 000 krát každých 14 sekúnd.<sup>3</sup> Uvedené skutočnosti naznačujú významné zmeny v tradičnom obchodovaní z čoho vyplýva nielen potreba dostatočných a včasných informácií pre systém kontroly obchodovania na finančných trhoch, ale i potenciálny zdroj možných príjmov pre štátne rozpočty už aj tak neúmerne zdĺžených ekonomík EÚ.

### Historické koncepty dane

Daň z finančných transakcií nie je novým konceptom, nakoľko podobnú daň malo v minulosti viacero krajín. Daň z finančných obchodov (napr. akcií či dlhopisov) mali zavedenú napr. Rakúsko, Dánsko, Holandsko, Švédsko, Španielsko, Japonsko či USA. Zároveň mnohé z krajín, ktoré daň zavedenú mali, ju odbúrало v priebehu posledných 20 rokov a to najmä z dôvodu posilnenia konkurencieschopnosti národných finančných trhov a zabránenia úniku kapitálu z krajiny. Krajiny ako napr. Belgicko, Veľká Británia, Írsko, Fínsko, Grécko, Cyprus, Malta, Švajčiarsko, Poľsko, ale či Čína, naďalej zdaňujú finančné transakcie, nie však plošne, ako to plánuje EÚ. V EÚ nepanuje jednotnosť v prípade zavedenia DFT vo všetkých členských štátoch. Francúzsko, Belgicko a Rakúsko boli za zavedenie zdanenia devízových transakcií (tzv. dvojstupňová Tobinova daň). V Nemecku sa vznikla požiadavka zavedenia dane z finančných transakcií v roku 2009. Vychádzala z petície, ktorú podpísalo viac ako 65 000 ľudí z rôznych oblastí spoločenského života. V SRN nie je DFT je novým fenoménom, nakoľko v minulosti bola v Nemecku zavedená daň z obratu z burzových transakcií, ktorá zdaňovala transakcie ako nákup a predaj rôznych cenných papierov (akcií a dlhopisov). Vyrubovala sa vo výške 0,1-0,25 %. V roku 1991 bola zrušená vládou Helmuta Kohla. Vo Švédsku bola zavedená DFT vo výške od 2% do 1% pre kupujúceho a 1% pre predávajúceho. Uvedené sadzby dane mali za následok presun obchodov do Veľkej Británie a pokles výberu dane z príjmu z kapitálového majetku.<sup>4</sup> Za zavedenie DFT v EÚ sa vyslovilo 11 krajín EÚ, vrátane Slovenska. Autorom súčasného konceptu DFT je expert Európskej komisie – nemecký ekonóm Manfred Bergmann.

### Charakteristika navrhovanej dane

Finančnú transakciu (v zmysle uvedenej dane) možno charakterizovať ako... „*nákup a predaj finančného nástroja pred vyrovnaním. Zahŕňa aj zmluvy o spätnéj kúpe a o spätnom predaji, ako aj dohody o požičiavaní a prijímaní cenných papierov, či prevod medzi subjektmi skupiny, týkajúci sa práva zaobchádzať s finančným nástrojom ako vlastník, alebo akúkoľvek rovnocennú operáciu, zahŕňajúcu presun rizika spojeného s finančným nástrojom ako aj uzatváranie alebo úpravu derivátových dohôd.*“<sup>5</sup> Daň z finančných transakcií (DFT) predstavuje spojenie dvoch typov daní - dane z obratu na burze a takzvanej Tobinovej dane. Myšlienkovy vychádza z Tobinovej<sup>6</sup> dane, ktorý žiadal v roku 1978 zdanenie obrátov na devízových trhoch. Zámerom mala byť stabilizácia devízových kurzov. Samotná daň doznala niekoľko modifikácií, pričom v súčasnosti je využívaná najmä politickými organizáciami na rozvojové ciele akými sú financovanie rozvoja a boja s chudobou v južanských krajinách. DFT z dielne EÚ má zahŕňať aj mimoburzové zdaňovanie nákupov a predajov devíz a cenných papierov za účelom zamedzenia arbitráže<sup>7</sup>. Úlohou DFT, ako konceptu EÚ, je obmedziť špekulácie finančných inštitúcií pri obchodovaní s cennými papiermi. Špekuláciami ročne unikajú členským štátom miliardy eur, ktoré následne končia v sivej ekonomike.

### Koncept dane

Koncept DFT vychádza z toho, že sa nemá vyrubovať na primárne emisie, ktoré sa využívajú na financovanie v rámci reálneho hospodárstva. Má sa naopak zameriavať na obchody, ktoré neslúžia funkcii financovania reálnej ekonomiky, ale na obchodné, resp. špekulačné zisky. Týka sa teda transakcií na sekundárnom trhu obchodovania s CP. V konečnom dôsledku má zatažiť najmä banky a iných obchodníkov s CP, či devízami (brokerov) ako i veľkých zákazníkov, akými sú poisťovne, investičné, penzijné, či hedžové fondy, teda tie subjekty, ktoré sa na takýchto obchodoch vo veľkej miere zúčastňujú. Navrhovaná výška dane podľa konceptu EÚ je závislá od typu finančných transakcií. Výška sadzby je 0,1%, alebo 0,01%, čo sa mnohým zdá nízke. Nízka sadzba dane výrazne nemá ovplyvniť likviditu na medzibankovom trhu, pričom zároveň odpadá argument potreby zavedenia DFT medzinárodne. Veľký objem obchodovania s CP a devízami dáva predpoklad úspešného výberu DFT

aj pri malej sadzbe. Finančné trhy sú vo veľkej miere vybavené vysoko výkonnou počítačovou technikou a plne automatizované, čo umožňuje rýchle uskutočňovanie transakcií v reálnom čase a pri nízkych nákladoch.<sup>8</sup> Z hľadiska očakávaných výnosov možno ťažko hovoriť o konkrétnych, presných číslach, skôr o rozpätí výnosu dane, nakoľko rovnaká daň môže mať rôzny účinok v závislosti od druhu CP a finančnej transakcie.

### Výhody a nevýhody zavedenia dane

Existujú viaceré štúdie o vykonateľnosti dane z finančných transakcií. Jej implementácia je teda skôr otázkou politickej vôle. Rovnako sa rôznia argumenty pre a proti zavedeniu DFT, podľa toho, z koho dielne pochádzajú ako i motívu, ktorý sa argumentáciou sleduje (Európska komisia, vybrané členské štáty EÚ, finančná lobby). Dôležitým však bude nepodľahnúť tlaku, a logické argumenty preniesť do úpravy konceptu DFT. K samotným výhodám DFT patrí, že štát môže odčerpávať peniaze z finančných trhov, pričom ak sa daň vyrubí na celú rizikovú sumu, zneatraktívňuje špekulácie v súvislosti s krátkodobým presunom kapitálu. Avšak v prípade, že k zmene majiteľa CP príde napr. na týždennej báze, narastá daň na dvojčíferné hodnoty V prípade firiem, ktoré riadia kurzové riziko a zvolia si interné zabezpečenie voči jeho pôsobeniu (napr. rýchle preskupenie investičného portfólia), by tieto firmy boli zavedením dane za riadenie uvedeného rizika skôr potrestané. Rovnako banky a iné inštitúcie, ktoré budú daňou zaťažené, môžu náklady spojené s daňou presunúť na klienta, čo môže mať za následok vyššie úroky pre

dlžníkov, či nižšie úroky pre sporiteľov. Zároveň sa môže zvýšiť netransparentnosť na finančných trhoch, nakoľko ak sa budú zdaňovať obchody na regulovaných finančných trhoch, môžu sa obchodníci DFT vyhnúť cez alternatívne platformy obchodovania ako *Turquoise*, alebo *Chi-X*, na ktoré štát nemá dosah.<sup>9</sup> Avšak čím viac krajín sa do DFT zapojí, tým efektívnejší bude jej výber. Niektorí ekonómovia uvádzajú, že popri relatívne nízkej sadzbe DFT by mohla byť zavedená aj vyššia daňová sadzba, ktorá by bola uplatňovaná v čase menových kríz na zabránenie krátkodobým špekulatívnym vlnám voči jednotlivým menám. Súčasný daňový systém ekonomík EÚ sú z 19. a 20. storočia, pričom boli koncipované pre národnú a relatívne uzatvorenú ekonomiku, čo naráža v súčasnosti (pri národnej daňovej politike s ohľadom na mobilitu kapitálu a transakcionálne koncerty) na stále užšie hranice. Následkom je narastajúca erózia národných daní a to najmä únikom podnikateľských, kapitálových a majetkových daní, kým dane z príjmu fyzických osôb podliehajú výraznejšiemu daňovému zaťaženiu. Medzinárodné dane teda ponúkajú významnú možnosť riešiť chýbajúce príjmy v národných ekonomikách. O konkrétnych aspektoch návrhu smernice ako i o právnych námietkach, vznesených zo strany finančnej lobby ako i právnikov EÚ pojednáva i pokračovanie príspevku v nasledujúcom čísle časopisu.

*Autorkou článku je Ing. Erika Mária Jamborová, PhD.  
Katedra medzinárodného obchodu,  
Obchodnej fakulty Ekonomickej univerzity  
v Bratislave*

- <sup>1</sup> Predkladaný príspevok vznikol v rámci riešenia projektu VEGA: 1/1057/12 (KMO, Obchodná fakulta EÚ): „Riešenie dlhovej krízy v menovej (nie fiškálnej) únii a faktory budúceho prehlbovania krízy v Európe a na Slovensku“.
- <sup>2</sup> od roku 2003 do roku 2013 bol guvernérom Bank of England, vykonával i funkciu predsedu výboru pre monetárnu politiku
- <sup>3</sup> SZIGETVÁRI, A. 2014. Wall Street: Gefinkelter Kampf um Millisekunden. [online] In: *Der Standard*. [2014-12-06]. [Dostupné na internete]. <<http://derstandard.at/2000009120514/Gefinkelter-Kampf-um-Millisekunden-an-der-Wall-Street>>.
- <sup>4</sup> SPD. 2012. Eine neue Steuer auf Finanztransaktionen - wieso das denn...?. [online]. [2014-12-08]. [Dostupné na internete]. <[http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso\\_finanztransaktionssteuer.html](http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso_finanztransaktionssteuer.html)>.
- <sup>5</sup> SPD. 2012. Eine neue Steuer auf Finanztransaktionen - wieso das denn...?. [online]. [2014-12-08]. [Dostupné na internete]. <[http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso\\_finanztransaktionssteuer.html](http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso_finanztransaktionssteuer.html)>.
- <sup>6</sup> nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu, americký ekonóm James Tobin
- <sup>7</sup> Arbitráž, ako vyhnutie sa prísnej regulácii finančných trhov, často využívajú účastníci regulovaných trhov pri obchodovaní finančných produktov, ktoré nemožno zobchodovať na burze. Arbitráž a jej využitie bola tiež jednou z hlavných príčin vzniku súčasnej krízy.
- <sup>8</sup> SPD. 2012. Eine neue Steuer auf Finanztransaktionen - wieso das denn...?. [online]. [2014-12-08]. [Dostupné na internete]. <[http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso\\_finanztransaktionssteuer.html](http://www.spd.de/aktuelles/23046/wieso_finanztransaktionssteuer.html)>.
- <sup>9</sup> DER SPIEGEL. 2014. EU Juristen stellen Boersensteuer in Frage. [online]. [2014-12-10]. [Dostupné na internete]. <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/eu-juristen-stellen-boersensteuer-in-frage-a-921446.html>>.

# Zotavujeme sa pomaly. A sektory to cítia.

Juraj JANČI



*V Coface sme zlepšili hodnotenie rizika platobnej neschopnosti viacerým sektorom v USA, no Európa sa nevie vzchopiť.*

Hoci Európa sa pomaly zotavuje, jej pokrízové kriesenie je stále pomalé na to, aby bolo možné podnikat v jednotlivých sektoroch s minimálnym rizikom platobnej neschopnosti firiem. Naopak, riziko v automobilovom, chemickom, stavebnom, elektronickom, kovospracujúcom, papierensko-drevárskom a farmaceutickom sektore je naďalej veľmi vysoké. V zvyšných siedmich sektoroch, ktoré v Coface pravidelne hodnotíme nielen v Európe, ale aj v severnej Amerike a v krajinách rozvíjajúcej sa Ázie, je v Európe naďalej stredné riziko. Ani v jednom však nie je mierne, teda minimálne, aké napríklad nájdeme pri hodnotení viacerých sektorov v spomínanej Ázii a Severnej Amerike.

Čím to teda je, že nedôvera v platení pohľadávok v biznise na starom kontinente pretrváva? A to dokonca aj v takom sektore, ako automotive? A prečo aj navonok silní hráči pripúšťajú tvrdé prepady? „Náš biznis prechádza ťažkou krízou a ziskovosť je pod neustálym tlakom,“ trefne, ale pravdivo poznamenal pred pár dňami Dave Lewis, šéf tretieho najväčšieho retailového hráča vo svete Tesco. Spoločnosti klesli predaje najviac za posledných 40 rokov a práve v týchto dňoch priznala aj pokles polročného zisku medziročne o 41 %. Správanie spotrebiteľov sa mení.

Vývoj rizika v sektoroch  
Hierarchia sektorov v západnej Európe



Pozn.: Coface hodnotí riziko platobnej neschopnosti v jednotlivých sektoroch podľa publikovaných finančných dát od 6000 kótovaných spoločností v troch hlavných geografických regiónoch: Rozvíjajúcej sa Ázie, severnej Amerike a Západnej Európe. Indikátor rizika súčasne sumarizuje zmeny v štyroch finančných indikátoroch – obrat, zisk, čistá zadlženosť a cash flow.

## USA hore, Európa dole

Už keď sa pozrieme na vývoj priemyselnej produkcie v troch hlavných regiónoch sveta, vidíme, že kým USA v 3. kvartáli zabrali o 3,2 %, európska priemyselná aktivita upadala tempom -1,9 %, dokonca v Nemecku cez leto padla o -4,3 %. Dôvodom bolo z veľkej miery rusko-ukrajinské napätie, a v tom menšom meradle aj sezónne faktory. Práve vyhrocovanie napätie a uvalenie embarga zo strany EÚ a USA, ale ešte viac odvetné opatrenia Ruska na zákaz dovozu niektorých potravín z únie, kriticky ovplyvnili tržby európskych firiem v maloobchode. Obmedzenie obchodu však pocítili aj ďalšie sektory.

Preto kým v USA sa aj napriek počiatočným problémom s počasím na začiatku roka rozbehla priemyselná produkcia, ktorú poháňali domáca spotreba, nízke ceny ropy a z toho prameniace nízke výrobné náklady, v Európe sa riziko zlyhania splácania pohľadávok zvyšuje. Firmy musia byť podľa našich hodnotení naďalej ostražití – vysoké riziko

v automobilovom sektore ovplyvňuje negatívne aj strojársky a chemický sektor, no hodnotenie sme nateraz nezmenili ani pre stavebný sektor, kde je takisto veľmi vysoké riziko nesplácania pohľadávok medzi firmami. Otázka zabezpečenia si biznisu, respektíve manažovanie si pohľadávok, je tak najmä v týchto sektoroch na mieste.

Hodnotenie rizika plateľnej neschopnosti v sektoroch			
Sektor	Západná Európa*	Rozvíjajúca sa Ázia	Severná Amerika
Agro-potravinársky	●	●	●
Automotives	●	●	●
Chemický	●	●	●
Stavebný	●	●	●
Elektronický, IT**	●	●	●
Energetika	●	●	●
Strojársky	●	●	●
Kovospracujúci	●	●	●
Papierensko-drevársky	●	●	●
Farmaceutický	●	●	●
Maloobchod	●	●	●
Služby	●	●	●
Textilno-odevný	●	●	●
Dopravný	●	●	●

Zdroj: Datastream, Coface

● nízke riziko ● stredné riziko ● vysoké riziko ● veľmi vysoké riziko

\* Bližšie pozri vývoj rizika

\*\* Elektronika, informačné technológie a telekom

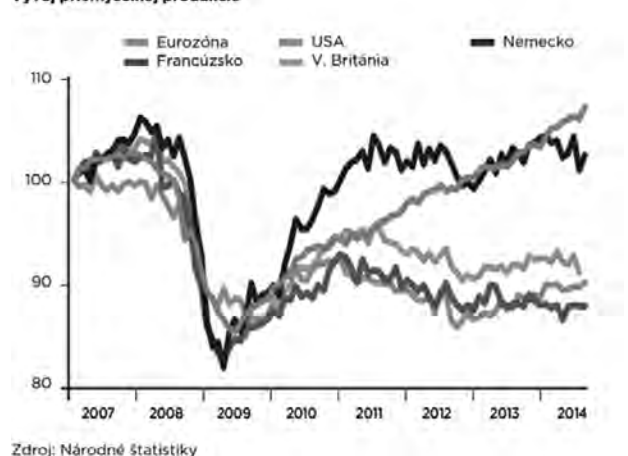
### Retail zachraňuje diskonty

Spomínaný obchodný reťazec Tesco, ktorý musí revidovať vyhladky zisku na tento rok, znížiť dividendy o 75 % a ktorý za ostatné týždne prišiel o pätinu svojej trhovej hodnoty, je len jedným z príkladov dopadu zmeneného správania sa spotrebiteľov na biznis. Pritom minimálne v Európe vidíme po ôsmich kontinuálnych kvartáloch poklesu spotreby domácností rast (za druhý kvartál to napríklad bolo medziročne +0,8 %). Stále však narážame na vysokú nezamestnanosť a slabý rast miezd na starom kontinente, čo ovplyvňuje aj takmer 12 percent populácie, ktorá využíva jednotnú menu. Výsledkom je, a ukázali to aj tržby, že v retaile sa darí najviac diskontom typu Lidl či Aldi.

Vyhraté to nemajú ani výrobcovia. Napriek dobrej úrode v Európe spôsobil ruský zákaz dovozu určitých potravín doslova zaplavenie európskych trhov prebytočným ovocím určeným práve na export do Ruska. Mnohým pestovateľom priniesol až existenčné problémy, predajcom spomínané stenčenie marží. Celkovo je tak podľa nášho hodnotenia v tomto sektore stredné riziko, kým v severnej Amerike či Ázii je len „mierne“.

Pritom aj v USA už avizovala svetová jednotka v tržbách a najväčší zamestnávateľ, retailový reťazec Wal-Mart ,skresanie predpovede svojho rastu smerom nadol. Zároveň ale odštartovala stratégiu výrazného posilnenia e-obchodu. Práve ten už silnie aj v rozvíjajúcej sa Ázii. Kým tržby v maloobchode vzrástli vlani v Číne okolo 11 %, a silnejúca stredná trieda si vyžaduje aj masívne otváranie nových obchodov, ťahúňom je práve e-obchod, ktorý len za vlaňajšok medziročne vzrástol o 43 %.

Vývoj priemyselnej produkcie



### Optimizmus v odevnom sektore

O niečo lepšie s platením si pohľadávok je na tom textilno-odevný priemysel. Ak sa pozrieme na čísla, po dvoch veľmi ťažkých rokoch prišlo práve tento rok isté ozdravenie sektora a produkcia vzrástla o 4 %. Pomohli tomu jednak nižšie výrobné náklady, keď je cena bavlny na úrovni roku 2010 a jednak väčšia chuť spotrebiteľov mínať. Dôkazom nového trendu sú aj lepšie čísla obrátov dvoch najväčších európskych reťazcov – španielskeho Inditexu (patrí pod neho Zara) a švédskeho H&M. Ten dosiahol napríklad za prvých deväť mesiacov roka medziročne obrát o 16,5 %, kým za celý vlaňajší rok to bolo len 3,8 %. Úspech podčiarkuje aj expanzia európskych firiem v Ázii či USA. Napríklad len spomínaný H&M otvoril v Číne vlani 51 nových predajní, obdobne 22 % nárast predaja mal aj v USA.

Na druhej strane nižšia cena bavlny spôsobila hlavne v Číne isté obmedzenia. Vláda sa totiž rozhodla znížiť bezcolný dovoz na bavlnu do krajiny. Doteraz to bol dobrý biznis pre menšie firmy, ktoré

síce mali často slabšiu kvalitu, no lepšiu cenu. Práve dopad zákazu dovozu lacnej bavlny na lokálnych hráčov je podľa našich predpokladov dôvodom na väčšiu ostrážitosť pri biznise v tomto sektore.

### **Šialenstvo po IT hračkách chýba**

Ako však zároveň v najnovšej analýze poukazujú naši ekonómovia Coface, európske technologické firmy mohli tento rok svojim americkým kolegom len závidieť. Predaj tabletov za Atlantikom vzrástol o 18 %. Priaznivé čísla si spoločnosť pre prieskum trhu IDC vysvetľuje jednak zvýšeným predajom tabletov do škôl, ale aj celkovo silnejúcemu dopytu spotrebiteľov po lacných tabletoch. Západná Európa však aj naďalej bojuje nielen s nízkou kúpyschopnosťou, ale aj s nezamestnanosťou. Obrat sektora tak medziročne klesol k septembru o 1,8 %. Riziko v tomto sektore tak vnímame v Európe stále ako vysoké.

### **Energetika bojuje s nízkymi cenami ropy**

Za zmienku určite stojí aj vývoj v energetike, keďže práve tá ovplyvňuje činnosť a úspešnosť väčšiny sektorov. No kým nízke ceny energií pozitívne ovplyvňujú výrobné náklady firiem z iných sektorov, zníženie cien ropy WTI na 80 USD/barel už pocítia ropné a plynárenské koncerny na svojej ziskovosti. Len v prípade amerických firiem predpovedá Coface pri prepade cien ropy o 25 % pokles ich zisku o 7 %. Čo je však horšie, nižšia ziskovosť sa prejaví aj na nižších investíciách týchto firiem do odkrývania nových polí a investícií do ťažby uhľohydrátov získavaných z iných, ako tradičných zdrojov.

S poklesom cien ropy Brent zápasia aj európske energetické spoločnosti. Trend poklesu ziskovosti už potvrdili ich výsledky za tretí kvartál. Okrem toho, rafinérky majú vzhľadom na pokles dopytu kvôli kríze aj výrazné nadkapacity. Konkurenčne sa však musia vyrovnávať novým hráčom v sektore (ťažba bridlicového plynu). Vzhľadom na nízku maržu v sektore, ktorá je dnes okolo 20 eur na tonu, a straty, ktoré majú hráči sektora, má aj najnovšie hodnotenie Coface pre splácanie pohľadávok firiem v energosektore v Európe známku „stredné“ riziko.

### **Nízkonákladovky sú postrachom**

Postupné ozdravovanie ekonomík a dynamika svetového obchodu sa však pozitívne odrazila

vo vývoji dopravy. Rast svetového obchodu, ktorý po prvý raz od roku 2010 významnejšie zrýchlil, by si pozitívne tempo mohol udržať podľa predpovedí Coface aj v nasledujúcom roku. A to aj napriek tomu, že Európa sa ekonomicky zviecha veľmi pomaly. Obchod by mohol rásť tempom 5 %, čo je výraznejšie zlepšenie v porovnaní s trojpercentným rastom za ostatné dva roky. V tomto smere tomu pomôže aj osobná letecká doprava, hoci európske aerolinky sú aj tu v oveľa nevýhodnejšom postavení ako americké. Dôvodov je viacero.

V severnej Amerike napríklad sektor leteckej dopravy ťaží z pozitívnych účinkov nedávnej reštrukturalizácie. Trh vykázal ku koncu septembra podľa Medzinárodného združenia leteckých dopravcov (IATA) rast 2.8 %. Podporil ho najmä dopyt po osobnej doprave a nákladnej preprave. To pozitívne ovplyvnilo aj ziskovosť tamojších aeroliniiek. Napriek priaznivému vývoju však aj tu treba povedať, že vek lietadiel amerických aeroliniiek vyžaduje z hľadiska bezpečnosti pozornosť. Kým v Európe dosahuje vek lietadla v priemere 8,9, v Ázii 8,2 a na Blízkom východe dokonca 6,9 roku, v USA je to až 12,5 roka. Je tak zrejme, že hlavne pri dlhých letoch vynovenie leteckého parku do istej miery zasiahne ziskovosť aeroliniiek. Aj z tohto dôvodu napriek rastu ekonomiky a väčšej kúpyschopnosti obyvateľstva zostáva Coface opatrná v hodnotení rizika a ponecháva ho na známke „stredné“ riziko.

Stredné riziko vidíme v súčasnosti aj v prípade európskych leteckých spoločností. Hoci rast osobnej leteckej dopravy bol za prvých osem mesiacov veľmi dynamický a podľa IATA dosiahol medziročne +6 %, väčšinu z úspechu si prisvojili nízkonákladové aerolinky. Easy Jet napríklad využil možnosť nákupu ďalších 27 Airbusov 320, Ryanair zas 200 Boeingov 737Max 200. Nákladná letecká preprava však pocítla dopady ruského embarga na vzájomnú obchodnú výmenu Ruska s krajinami únie, čo vidieť na ziskovosti. Coface tak v najnovšom hodnotení aj vzhľadom na vývoj konkurencie medzi pôvodnými a nízkonákladovými aerolinkami, ako aj na vývoj vzťahov s Ruskom, ponecháva sektoru „stredné riziko. V leteckej doprave i preprave je tak nateraz najlepšia situácia v regióne rozvíjajúcich sa krajín Ázie. Famózný nárast obchodu (5 % vo vývoze a 4 %

v dovoze), ale aj silneniu strednej triedy prispeli k rastu sektora dopravy takmer o sedem percent.

***Distribúcii bliká kontrolka***

Opatrní však, najmä na starom kontinente, treba byť pokiaľ ide o biznis v distribúcii. Práve tu už bliká kontrolka a vývoj v sektore v západnej Európe bude aj pod drobnohľadom spoločnosti Coface. Riziko platobnej neschopnosti firiem tam momentálne hodnotíme ako „stredné“. No na rozdiel od rozvíjajúcich sa krajín Ázie a regiónu Severnej Ameriky, kde je v sektore „nízke riziko“, v západnej Európe je situácia zložitejšia. Veľmi opatrná chuť spotrebiteľov mínať vytvára v kombinácii so zákazom dovozu určitých potravín do Ruska napätie v biznise a výrazne tlačí na marže distribútorov.

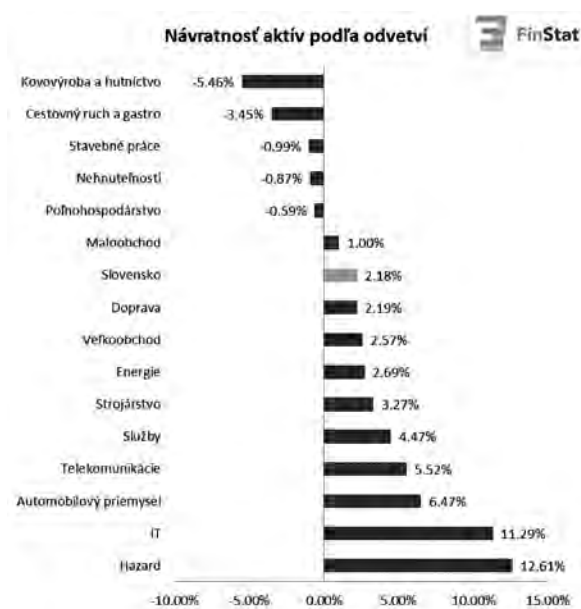
*Autorom článku je Juraj Jančí,  
generálny riaditeľ Coface Slovensko*

# Návratnosť kapitálu a návratnosť aktív slovenských firiem podľa odvetví a regiónov

Monika ONDRUŠEKOVÁ, Josef POHORSKÝ

Návratnosti kapitálu a aktív sú jednými z najčastejšie používaných ukazovateľov pri analyzovaní firiem. Aj keď nepovedia o firme celú pravdu, stojí za to poznať ich hodnoty. V analýze sme sa pozreli na dáta približne 161 tisíc firiem za rok 2013 na celom Slovensku a sledovali, akú návratnosť kapitálu a aktív dosiahli firmy v rôznych sektoroch a krajoch a ako sa líšia hodnoty týchto ukazovateľov medzi veľkými a známymi firmami v rámci rovnakého odvetvia.

## Návratnosť aktív obecné



Návratnosť aktív (anglicky: Return on Assets – ROA) vyjadruje, koľko eur čistého zisku firma zarobila z jedného eura aktív. Jednou z možností, ako vypočítať ROA, je dať do pomeru čistý zisk a celkové aktíva. Aktíva sú súhrn majetku firmy, vďaka ktorému je firma schopná poskytovať svoje služby a vyrábať produkty.

Pre ROA platí, že čím vyššia je jeho hodnota, tým lepšie. Rovnako dôležitá ako výška, je aj stabilita ukazovateľa, čiže čím stabilnejší, tým lepšie. Návratnosť aktív je ovplyvnená najmä dvoma faktormi – ziskovou maržou a obrátkou aktív. Firma bude mať vysoké ROA, keď bude predávať tovar s vysokou maržou (napr. značkové a luxusné hodiny, kabelky, autá), keď bude predávať veľa nejakého tovaru (napr. „bežné“ hodiny, autá, atď.), alebo akákoľvek kombinácia oboch. Napríklad odvetvie hazardu malo nízku ziskovú maržu (3,1 %), ale vysokú obrátku aktív (403 %), ktorá spôsobila, že odvetvie má jedno z najvyšších ROA.

Hodnoty ROA v odvetviach sú v porovnaní s návratnosťou kapitálu nižšie, čo je spôsobené tým, že ROA dáva do pomeru zisk a aktíva spoločnosti, ktoré okrem kapitálu obsahujú aj cudzie zdroje krytia. Priemerné ROA na Slovensku je na úrovni 2,18 %.

## Návratnosť aktív v odvetviach a krajoch

Najnižšie ROA (aj záporné) mali odvetvia Kovovýroba a hutníctvo a Cestovný ruch a gastro. Ďalšie odvetvia so záporným ROA boli Stavebníctvo, odvetvie Nehnuteľností a Poľnohospodárstvo. V prípade kovovýroby bol

výsledok celého odvetvia ovplyvnený veľkou stratou spoločnosti U. S. Steel Košice, ktorá dosiahla takmer - 368,9 mil. eur. Bez tejto straty by bolo odvetvie ako celok v miernom zisku.

Cestovný ruch a gastro je všeobecne komplikovaný sektor pre biznis. Z nami opisovaných odvetví v tejto analýze bolo v odvetví iba 34 % firiem ziskových, zvyšných 66 % firiem skončilo v strate. Veľký počet stratových firiem je príčinou celkovej straty celého odvetvia.

Stavebníctvo bolo v roku 2013 ovplyvnené veľkými stratami troch spoločností – Doprastav, Váhostav – SK a BCI. Strata Doprastavu bola - 60,4 mil. eur, strata Váhostavu takmer - 13,5 mil. eur a strata BCI dosiahla takmer - 10,5 mil. eur.

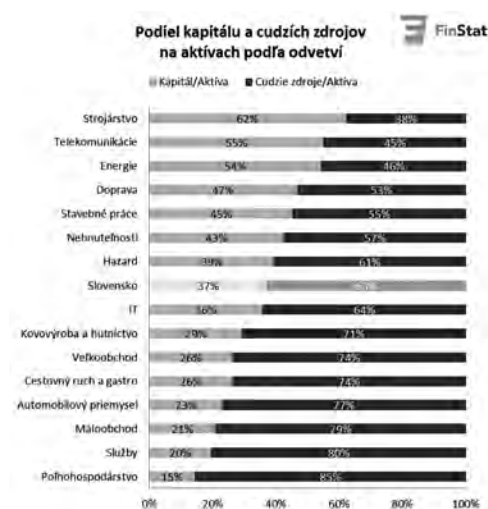
Na druhej strane mali najvyššie ROA odvetvia Hazard, IT, Automobilový priemysel a Telekomunikácie. Odvetvie hazardu malo najväčšiu obrátku aktív zo všetkých odvetví. Odvetvie IT je v podobnej situácii ako hazard. Vysoká obrátka aktív (137,5 %) a rozumná zisková marža (8,2 %) vedie k druhému najvyššiemu ROA. Automobilový priemysel mal obrátku aktív 106 % a slušnú 6-percentnú maržu, telekomunikácie síce mali nízku obrátku aktív (iba 19,4 %), ale najvyššiu maržu zo sledovaných odvetví – takmer 28,4 %.

Za zmienku stojí ROA v odvetví Energie. Toto odvetvie býva všeobecne celkom stabilne ziskové, ale zisky sú obmedzené štátnou reguláciou, ktorá nedovolí spoločnostiam dodávajúcim elektrinu, teplo a vodu stanovovať si ceny podľa vlastného uváženia. Odvetvie je charakteristické jednou z najnižších obrátok aktív, pretože je veľmi kapitálovo náročné. IT firme je jedno, či si aplikáciu kúpi sto tisíc alebo milión ľudí, ale keď bude elektrárenskú spoločnosť chcieť dodávať elektrinu ďalším 900 000 ľuďom, bude musieť postaviť zopár ďalších elektrární, trafostaníc a stĺpov elektrického vedenia.



Zaujímavé porovnanie ponúka pohľad na rozdelenie ROA podľa krajov. Jediný kraj so záporným ROA bol Košický kraj, a to kvôli veľkej strate U. S. Steel Košice, ktorú nestačili vykryť ani zisky zvyšných firiem v kraji.

### Návratnosť kapitálu obecné



Návratnosť kapitálu (anglicky: Return on Equity – ROE) pomeriava čistý zisk k vlastnému imaniu („kapitálu“) spoločnosti. Vlastné imanie predstavuje (okrem iného) prostriedky, ktoré do spoločnosti vložili jej vlastníci, akcionári. Ukazovateľ vyjadruje, koľko eur čistého zisku firma zarobila z každého eura, ktoré do firmy vložili vlastníci. Čím väčšie je toto číslo, tým lepšie. Dôležité je porovnávať ROE s ukazovateľom ROA. Rovnako ako v prípade ROA je dôležitá stabilita ukazovateľa.

Rozdiely medzi ROE a ROA sú dané kapitálovou štruktúrou spoločnosti. Čím väčší bude podiel kapitálu na aktívach, tým menej sa ROE a ROA budú odlišovať.



Na obr. 3 je vidno, v akých pomeroch je v priemere v odvetviach zastúpený kapitál v aktívach (svetlá časť stĺpčeka) a koľko percent aktív tvoria tzv. cudzie zdroje (tmavá časť stĺpčeka). Cudzie zdroje sú financie, ktoré nepochádzajú od vlastníkov, akcionárov spoločnosti. Môže ísť o úvery od banky, prijaté dotácie, pôžičky od spriazenej osoby, záväzky voči dodávateľom a pod. Všeobecne platí, že nie je dobré mať ani príliš veľa kapitálu, ale ani príliš veľa cudzích zdrojov.

Napríklad Služby mali ROA (4,5 %) len o málo nižší ako Telekomunikácie (5,5 %), ale oveľa vyššie ROE. To je spôsobené tým, že odvetvie služieb malo iba 20-percentný podiel kapitálu na aktívach, zatiaľ čo telekomunikácie mali 55-percentný podiel kapitálu na aktívach.

Graf nižšie zobrazuje rozdiely medzi ROA (tmavá časť stĺpčeka) a ROE (celý stĺpček). Čím väčší je ROE oproti ROA, tým menej z celkových aktív tvorí kapitál a opačne.



### Návratnosť kapitálu podľa odvetví a krajov



Najnižšiu hodnotu ukazovateľa ROE - 15,2% má odvetvie Kovovýroba a hutníctvo, ktorá je spôsobená tým, že práve do tohto odvetvia je zaradená spoločnosť U. S. Steel Košice, ktorá mala veľmi vysokú stratu. Ak by sme počítali ROE tohto odvetvia neberúc do úvahy spomínanú spoločnosť, bolo by na úrovni 3,61 % (zvýšilo sa až o viac ako 18 percentuálnych bodov).

Druhé najnižšie ROE má Cestovný ruch a gastro, a to - 13 %. V predchádzajúcom prípade existovala v odvetví jedna spoločnosť, ktorá takúto situáciu zapríčinila (straty ostatných firiem nemali taký veľký dopad), ale v tomto prípade je to inak. V odvetví Cestovný ruch a gastro sa nachádza veľmi veľký počet menších spoločností, ktoré sú v strate (66 %), preto po sčítaní všetkých ziskov (resp. strát) dostaneme stratu celého odvetvia, čiže aj záporné ROE.

Ďalšími odvetviami, ktoré majú záporné ROE, sú Stavebné práce, Nehnutelnosti a Poľnohospodárstvo. V prípade Stavebných prác je záporná hodnota spôsobená najmä tromi spoločnosťami, a to Doprastavom, Váhostavom a BCI. V odvetviach Nehnutelnosti a Poľnohospodárstvo sa opäť nachádza veľký počet stratových firiem, ktoré naakumulovali celkovú stratu odvetvia.

Prvé štyri priečky patria Službám, IT, Automobilovému priemyslu a Hazardu. Ako vidíme podľa obrázka č. 5, je veľký rozdiel ukazovateľa ROE prvých štyroch spoločností v porovnaní s ostatnými. Tento fakt je spôsobený tým, že spomenuté odvetvia nepotrebujú až taký vysoký kapitál, ako potrebujú iné odvetvia, alebo firmy volia iné kombinácie kapitálu a cudzích zdrojov.

Na štvrtom mieste je Hazard, ktorého ROE dosahuje hodnotu 23,2 %. Nakoľko je toto odvetvie na počet spoločností malé, je ovplyvnené veľkými firmami, ako sú napríklad Fortuna SK, Tipos či Niké.

Automobilový priemysel má tretie najvyššie ROE spomedzi slovenských odvetví, a to 27,9 %.

S 28,6 % je na druhom mieste odvetvie IT. ROE je sčasti ovplyvnené dvomi firmami, ktoré mali najvyššie zisky, a to ESET s.r.o. a SkyToll a.s. Keby sme tieto dve spoločnosti nebrali do úvahy, ROE by bolo na úrovni 19,2 %, čo je takmer o 10 percentuálnych bodov menej, čo je aj tak stále veľa. ROE by bolo na takejto úrovni aj vďaka faktu, že v tomto odvetví je až 58 % spoločností ziskových.

Aj keď Služby mali až piate najvyššie ROA, majú najvyššie ROE, pretože majú v priemere jeden z najnižších podielov vlastného imania na aktívach.



ROE v Košickom kraji je záporné z rovnakého dôvodu ako ROA – stratu U. S. Steel Košice nedokázali vyrovnat ani zisky ostatných firiem, čo znamená, že kumulovaný zisk firiem v kraji je záporný.

Najvyššie priemerné ROE mali firmy v Trenčianskom kraji. Tento výsledok bol významne ovplyvnený výsledkami dvoch veľkých spoločností – Continental Matador Truck Tires a Continental Matador Rubber. Tieto dve firmy mali dohromady zisk vo výške 218,8 mil. eur. Keby sme zráтали zisky a straty všetkých firiem v kraji, dostali by sme číslo 438,5 mil. euro. Tieto dve firmy sa tak podieľali na polovici ziskov v kraji. Bez vplyvu týchto dvoch spoločností by sa priemerné ROE kraja pohybovalo iba na úrovni 6,24 %.

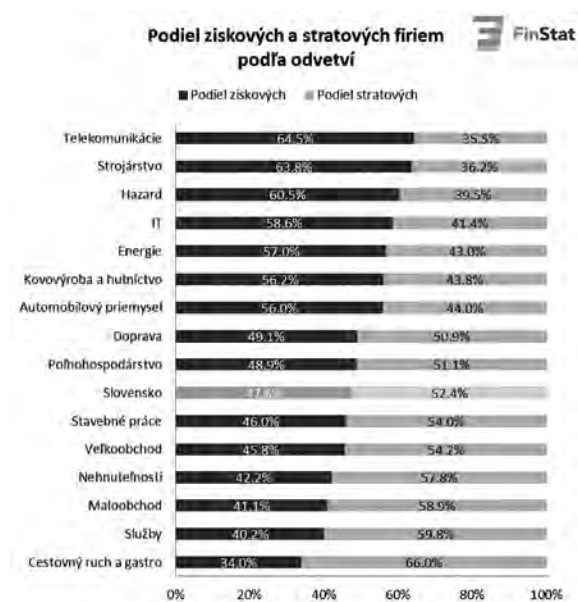
ROE firiem v Žilinskom kraji bolo opäť do veľkej miery ovplyvnené jednou významnou firmou – KIA Motors Slovakia. So ziskom 230,9 mil. eur prevyšovala ostatné firmy v kraji (firma s druhým najvyšším ziskom – Slovenská energetika – Distribúcia, s.r.o. dosiahla zisk „iba“ 37 mil. eur). Zisk spoločnosti KIA Motors Slovakia predstavoval takmer 54 % sumy ziskov a strát firiem v kraji. Pokiaľ by firma v kraji nepôsobila, priemerné ROE by bolo iba 3,92 %.

Výška ROE v Bratislavskom kraji je výsledkom vysokého priemerného zisku na firmu, a to prevažne z toho dôvodu, že v Bratislavskom kraji má sídlo väčšina firiem pôsobiacich po celom Slovensku – ŽSR, Dôvera z.p., SPP, E.ON apod. Vysoký priemerný zisk na firmu je rovnako spôsobený tým, že straty firiem v kraji sú pomerne

menšie ako v iných krajoch. Keď od ziskov „bratislavských“ firiem odrátame straty ostatných firiem v kraji, dostaneme hodnotu, ktorá je o 33 % nižšia. To znamená, že stratové firmy neovplyvňujú kumulatívny (a tým pádom aj priemerný) zisk firiem v kraji. Na druhej strane, keď od ziskov profitabilných firiem v Banskobystrickom kraji odrátame straty stratových firiem, je výsledná hodnota o 76 % nižšia ako iba suma ziskov. Čiže straty firiem v kraji zásadne ovplyvňujú kumulatívny a priemerný zisk firiem v kraji.

Výsledok ROE v Košickom kraji bol ovplyvnený veľkou stratou (- 368,9 mil. eur) spoločnosti U. S. Steel Košice. Kumulovaná strata firiem v kraji dosiahla približne 247 mil. eur. Bez zohľadnenia straty U. S. Steel by boli firmy v kraji v kumulovanom zisku 122 mil. eur.

### Porovnanie ziskových a stratových firiem



Na obrázku č. 7 môžeme vidieť percentuálne porovnanie počtu stratových (bledomodrá časť) a počtu ziskových (tmavšia časť) firiem. Na Slovensku bolo približne 47,6 % firiem ziskových a 52,4 % stratových.

Pod slovenským priemerom je až 6 odvetví z 15: Cestovný ruch a gastro, Služby, Maloobchod, Nehnuteľnosti, Veľkoobchod a Stavebné práce. Práve väčšina týchto odvetví má záporné ROA a ROE, pretože je v jednotlivých odvetviach málo ziskových a veľa stratových spoločností, a keď spočítame ich zisky/straty, dostaneme záporné číslo, z čoho vyplýva aj záporné ROA a ROE. Pokiaľ ich ROE a ROA, nie je záporné, tak v ich odvetviach podnikajú spoločnosti, ktoré majú veľké zisky a dokážu vykryť stratu stratových spoločností, ale celkový zisk odvetvia potom nie je veľký.

Odvetvia, ktoré majú vysoké ROA a ROE, ako napríklad IT a Hazard, sa nachádzajú na popredných priečkach nášho obrázka. Hodnoty ROA a ROE boli vysoké z dôvodu, že majú veľa ziskových a málo stratových spoločností, ktoré spôsobia vysoký zisk odvetvia.

Telekomunikácie (64,5 % ziskových) a Strojárstvo (63,8 % ziskových) sú odvetvia, v ktorých je percentuálne najväčší podiel ziskových spoločností. Ich ROA a ROE sú nad slovenským priemerom, ale nie sú v popredných priečkach, pretože ich zisky nie sú až také veľké ako pri iných odvetviach.

### Návratnosť aktív vybraných firiem



Priemerná návratnosť aktív (ROA) všetkých firiem na Slovensku bola 2,18%. Návratnosť aktív v jednotlivých odvetviach ekonomiky sa od tohto priemeru viac alebo menej líši. Vybrali sme pre ilustráciu ROA najväčších alebo najznámejších firiem reprezentujúcich dané odvetvie.

Ako už bolo zmienené, záporné ROA odvetvia Kovovýroba a hutníctvo bolo spôsobené veľkou stratou U. S. Steel Košice. ROA tejto firmy dosiahlo -25,1% (takmer o 20 percentných bodov pod priemerom odvetvia).

Rovnako ako Kovovýroba a hutníctvo, skončilo v roku 2013 v záporných hodnotách ROA odvetvie Stavebníctvo. Druhú najväčšiu stratu v odvetví utrpela spoločnosť Váhostav – SK. Jej ROA bolo záporných 9,1% (približne 8,1 percentných bodov pod priemerom odvetvia). Veľmi vysoké záporné ROA dosiahla aj firma Doprastav (-50,1%), ale jej ROA by nám rozhodilo graf do nečitateľnej podoby.

Zaujímavé ROA dosiahol Volkswagen. Oproti priemeru odvetvia bolo jeho ROA o približne 4,4 percentného bodu nižšie, no na druhej strane treba uviesť, že spoločnosti medziročne klesol zisk o takmer 72%. Nízky zisk spôsobil, že ROA pre rok 2013 bolo najnižšie od roku 2009, kedy dosiahlo 1,6%.

O odvetví Cestovný ruch a gastro sme napísali, že ide o odvetvie, v ktorom sa ťažko podniká, reštaurácií je celkom veľa, gastronómia nemá na Slovensku príliš tradíciu a hotelový biznis je rovnako o cenovej vojne a tlaku na uplácanie zákazníkov čo najpriaznivejšími cenami. Ale aj v takých prípadoch možno nájsť výnimky, ako napr. EUREST, ktorého ROA bolo výrazne nad priemerom odvetvia a navyše bolo kladné.

ESET (vývojár antivirového programu NOD32) dosiahol ROA takmer 87% a prekonal priemer odvetvia takmer o 75 percentných bodov a priemer Slovenska o takmer 84 percentných bodov.

### Návratnosť kapitálu vybraných firiem



Priemerná návratnosť kapitálu (ROE) na Slovensku v roku 2013 bola 5,9%. Ako už bolo spomenuté v analýze, rozdiel medzi ROE a ROA je daný podielom kapitálu na celkových aktívach. Čím viac sú aktíva tvorené kapitálom (veľa kapitálu od akcionárov – majiteľov, málo cudzích zdrojov), tým viac si budú hodnoty týchto ukazovateľov podobné.

Keď Váhostav mal ROA - 9,1%, potom ROE bolo - 81,3%. Dôvod je ten, že kapitál tvorí iba necelých 11,2% aktív spoločnosti (čo obecné nie je veľmi veľa). Rozdiel medzi ROA a ROE firmy U. S. Steel Košice už nie je tak veľký (- 25,1% oproti - 43,1%), čo je dané tým, že kapitál tvorí až 58% aktív tejto spoločnosti.

Ako už bolo spomenuté, strata U. S. Steel Košice stiahla ROE (ale aj ROA) odvetvia do záporných hodnôt. Rovnako tomu bolo aj u Váhostavu, ktorý svojou stratou prispel k celkovej strate celého odvetvia.

Oproti priemeru odvetvia zaostal Volkswagen (z dôvodu celkom nízkeho zisku v roku 2013), čo je jedno z najvýraznejších „zaostaní“ v našom porovnaní.

Posledné tri spoločnosti v grafe výrazne prevýšili hodnotami ROE priemery ich odvetví, ktoré patrili k najvyšším na Slovensku. Hazard (TIPOS), IT (ESET) a Služby (CLEAN ENERGY TRADE) patrili v našej analýze medzi odvetvia s tromi najvyššími hodnotami ROE.

Pravda je však taká, že aj medzi firmami v rámci odvetvia sú veľké rozdiely. Niektoré firmy sú porovnateľnejšie (maloobchod: Kaufland – TESCO), iné si sú menej podobné (veľkoobchod: ACER – Mondelez). Ale keď spadajú do jedného odvetvia, použili sme ich pre naše porovnanie.

Volkswagen v minulom roku dosiahol podpriemernejú návratnosť aktív (2,1% oproti 8,2% v roku 2012 a 6,1% v roku 2011), KIA mala výsledok vyšší ako v predchádzajúcich rokoch (8,4% v roku 2012, 3,7% v roku 2011).

Ako už sme povedali, ROA firiem ACER a Mondelez nie sú úplne porovnateľné, lebo obe firmy majú odlišné biznisy (aj keď sú súčasťou rovnakého odvetvia) – ACER predáva elektroniku, Mondelez rôzne cukrovinky apod. Podobná „neporovnateľnosť“ sa týka aj odvetvia Chémia a plasty, pretože obe firmy použité do porovnania sa venujú odlišným aktivitám – rafinéria (SLOVNAFT), výroba pneumatík (Continental Matador Rubber).

Keďže sa naša analýza zameriava iba na jeden rok, je potreba uviesť, že ROE a ROA v jednom roku nehovoria nič o úspešnosti firmy alebo jej biznis modelu. Firma môže v danom roku realizovať investície (a mať tak nižší čistý zisk oproti normálu, čo vedie k nižším hodnotám ROE a ROA), alebo môže realizovať mimoriadny zisk (a mať tak vyšší čistý zisk oproti normálu, čo vedie k vyšším hodnotám ROE a ROA).

*Autormi článku sú  
 Monika Ondrušeková, Josef Pohorský*

# Sledovanie a zlepšovanie efektívnosti podnikov

**Kristína KOČIŠOVÁ**

Meranie výkonnosti a efektívnosti produkčných jednotiek a identifikácia zdrojov ich neefektívnosti je dôležitým predpokladom pre zvýšenie ich konkurenčnej schopnosti. Pod pojmom produkčná jednotka môžeme všeobecne rozumieť jednotku, ktorá vytvára nejaké výstupy, pri produkcii ktorých spotrebuje určité vstupy. Produkčnými jednotkami môžu byť firmy, ktoré reálne produkujú nejaké výrobky, ale napr. aj banky, nemocnice, školy, poľnohospodárske subjekty, bankové sektory, ekonomiky a pod.. Ide o akékoľvek homogénne jednotky, ktoré vykonávajú rovnakú alebo podobnú činnosť.

V súčasnosti sa dosahovaná ekonomická efektívnosť podniku stáva rozhodujúcou možnosťou ako získať konkurenčnú výhodu na trhu. Malega a Bialková<sup>1</sup> uvádzajú, že veľký dopad na úspech výrobného podniku má spôsob organizácie a riadenia výroby. Schopnosť vyrábať kvalitnejšie a dodávať rýchlejšie ako konkurencia, opakovane spoľahlivo a v dohodnutých termínoch, v požadovanej kvalite a množstve sa stáva určujúcim faktorom spokojnosti zákazníkov.

V literatúre sa môžeme stretnúť s rôznymi prístupmi k definovaniu efektívnosti. Ekonómia ako teoretická vedná disciplína považuje pojem „efektívnosť“ za jeden z hlavných pojmov ekonómie. Samuelson a Nordhaus<sup>2</sup> definujú efektívnosť ako najúčinnjšie využívanie zdrojov spoločnosti pri uspokojovaní prání a potrieb ľudí. Presnejšie povedané, ekonomika produkuje efektívne vtedy, keď nemôže zvýšiť blahobyt jedného bez toho, aby poškodila niekoho iného. Podstatou ekonómie je uznať realitu vzácnosti a potom vyriešiť, ako možno organizovať spoločnosť s čo najefektívnejším využitím zdrojov. Samotná efektívnosť je podľa Samuelson a Nordhauusa spojená s absenciou plytvania, čiže efektívne použitie ekonomických zdrojov je to, ktoré prináša maximálne možné uspokojenie potrieb s danými vstupmi, technikou a technológiou.

Pri hodnotení výkonnosti a efektívnosti podnikov sa môžeme v literatúre stretnúť s viacerými metódami, ktoré vychádzajú buď z tradičného prístupu, alebo sú založené na využití informačných technológií. Tieto metódy môžeme rozdeliť do niekoľkých základných skupín, pričom literatúra uvádza množstvo aplikačných modelových príkladov. Samotné hodnotenie výkonnosti a efektívnosti sleduje dva hlavné ciele. Prvým cieľom je sledovanie uspokojenia spoločenských potrieb. Druhým cieľom je porovnávanie a výber tých variant, ktoré prinesú z makroekonomického hľadiska maximálny možný efekt.

V praxi najčastejšie využívanou metódou hodnotenia výkonnosti a efektívnosti podnikov je metóda pomerových ukazovateľov. Jednoduché pomerové ukazovatele môžu byť veľmi užitočné pri základnom skúmaní fungovania podniku v čase, alebo pri porovnaní podniku s ostatnými subjektmi na trhu. Na základe výsledkov získaných prostredníctvom pomerových ukazovateľov môžeme napr. podniky usporiadať do poradia od najhoršieho po najlepší v závislosti od hodnôt jednotlivých ukazovateľov. Hodnota jedného pomerového ukazovateľa však nehovorí o tom, aká je efektívnosť hodnoteného podniku v porovnaní s ostatnými. Je to dané tým, že pri hodnotení efektívnosti prostredníctvom pomerových ukazovateľov sa na podniky pozeráme ako na izolované jednotky, čo znamená, že nie sú posudzované v rámci jedného spoločného estimačného súboru. Nevýhodou pomerových ukazovateľov je aj skutočnosť, že do výpočtu sa zahŕňajú iba dva, alebo niekoľko málo faktorov, ktoré majú vplyv na celkovú výkonnosť a efektívnosť hodnoteného podniku. Nevieme teda posúdiť aká je celková efektívnosť daného podniku, pretože jednotlivé vstupy a výstupy sú hodnotené oddelene, a nie ako jeden agregovaný vstup a jeden agregovaný výstup.

Základným zdrojom informácií pri výpočte pomerových ukazovateľov sú štandardné finančné vý-

kazy, ktoré poskytujú dôležité informácie o tom, aké sú finančné a hospodárske podmienky hodnoteného subjektu. Medzi najznámejšie pomerové ukazovatele využívané na hodnotenie výkonnosti a efektívnosti podnikov patria rôzne ukazovatele rentability, nákladovosti, likvidity, zadlženosti, aktivity a pod..

- Ukazovatele rentability sú využívané na komplexné posúdenie celkovej efektívnosti podniku. Slúžia na vyjadrenie výsledku úsilia podniku, schopnosti produkovať zisk a popisujú kombinovaný vplyv aktivity, zadlženosti a likvidity na zisk podniku. Pri týchto ukazovateľoch platí, že s ich rastúcou hodnotou rastie aj celková efektívnosť podniku. Medzi najčastejšie využívané ukazovatele rentability patria napr. rentabilita aktív<sup>3</sup>, rentabilita vlastného kapitálu<sup>4</sup>, rentabilita tržieb<sup>5</sup>, rentabilita nákladov<sup>6</sup> a pod..
- Ukazovatele nákladovosti slúžia na meranie tzv. nákladovej efektívnosti podniku, ktorú by sme mohli definovať ako schopnosť dosahovať maximálnu úroveň výnosov pri minimálnych nákladoch. K základným pomerovým ukazovateľom, ktoré vyjadrujú vzťah nákladov k iným ekonomickým premenným (najmä k výnosom) patria napr. nákladová účinnosť<sup>7</sup>, nákladovosť<sup>8</sup>, ukazovateľ prevádzkovej efektívnosti<sup>9</sup> (Cost to income ratio) a pod..
- Ukazovatele likvidity vyjadrujú platobnú schopnosť podniku. V literatúre sa najčastejšie stretávame s tromi základnými ukazovateľmi likvidity: ukazovateľom okamžitej, pohotovej a bežnej likvidity.
- Ukazovatele zadlženosti vypovedajú o stupni zadlženosti podniku, o rozsahu využívania dlhov na financovanie podniku (celková zadlženosť); o finančnej nezávislosti podniku, vybavenosti vlastným kapitálom na krytie potrieb podniku (stupeň samofinancovania); o štruktúre finančných zdrojov podniku (finančná páka) a pod..
- Ukazovatele aktivity umožňujú kvantifikovať ako efektívne podnik využíva svoj majetok. Do tejto skupiny ukazovateľov patria napr. doba obratu zásob, doba inkasa pohľadávok, doba splatnosti záväzkov a pod..

Ďalšou skupinou metód využívaných pri hodnotení efektívnosti sú tzv. neparametrické metódy, ktoré vychádzajú z Farrellovej<sup>10</sup> definície efektívnosti. Jednou z najčastejšie využívaných neparametrických metód je metóda Data Envelopment Analysis (DEA), ktorá slúži na meranie tzv. relatívnej celkovej ekonomickej efektívnosti. Pod pojmom „relatívna efektívnosť“ rozumieme efektívnosť v rámci danej skupiny hodnotených podnikov a v rámci zvoleného súboru hodnotiacich kritérií. Pod pojmom „hodnotiace kritéria“ rozumieme súbor vstupných a výstupných premenných, ktoré sú využívané pri výpočte efektívnosti. Za vstupné premenné sú najčastejšie volené premenné popisujúce tri základné ekonomické zdroje: prácu, pôdu, kapitál. V praxi sa často využívajú premenné ako počet zamestnancov, obežné aktíva, hmotný a nehmotný majetok, a pod.. Za výstupné premenné sú volené hlavné výstupy podniku, napr. celková produkcia, pridaná hodnota a pod.. Pri výpočte celkovej ekonomickej efektívnosti je potrebné zohľadniť aj údaje o „cenách“ používaných vstupov, resp. produkovaných výstupov. Je zrejmé, že všetky vstupy ktoré podnik používa sú spojené s určitými nákladmi. Na druhej strane produkované výstupy sú spojené s určitými druhmi výnosov. Cenu použitých vstupov, resp. produkovaných výstupov je potom možné vypočítať ako podiel relevantného druhu nákladov a k nemu prislúchajúcemu vstupu (napr. podiel mzdových nákladov a počtu zamestnancov), resp. relevantného druhu výnosov a k nemu prislúchajúcemu výstupu (napr. podiel tržieb za vlastné výrobky a služby a celkovej vlastnej produkcie).

Celková ekonomická efektívnosť nám prináša informácie o optimálnej kombinácii používaných vstupov, resp. produkovaných výstupov (pri zohľadnení ich cien), ktoré vedú k minimálnym nákladom resp. k maximálnym výnosom. V závislosti od toho či je cieľom dosiahnuť minimálne náklady, resp. maximálne výnosy, hovoríme o celkovej nákladovej, resp. celkovej výnosovej efektívnosti.

Ak uvažujeme súbor  $n$  hodnotených podnikov, pričom každý z nich využíva  $m$  rôznych vstupov s cenami  $w_i$  ( $i=1,2,\dots,m$ ) na vyprodukovanie  $s$  rôznych výstupov s cenami  $p_r$  ( $r=1,2,\dots,s$ ) a predpokladáme, že podniky vykonávajú svoju činnosť za podmienok variabilných výnosov z rozsahu, môžeme pri výpočte celkovej nákladovej efektívnosti vychádzať z nasledovného modelu:

$$\text{Minimalizovať } \sum_{i=1}^m w_{iq} x_{iq}^* \quad (1)$$

$$\text{Za podmienok } \sum_{j=1}^n y_{rj} \lambda_j \geq y_{rq} \quad r = 1, 2, \dots, s$$

$$\sum_{j=1}^n x_{ij} \lambda_j \leq x_{iq}^* \quad i = 1, 2, \dots, m$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j = 1$$

$$\lambda_j \geq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n$$

Kde  $w_{iq}$  ( $i=1, 2, \dots, m$ ) je vektor cien vstupov hodnoteného podniku  $DMU_q$ , je vektor vstupov  $DMU_q$ , ktorý je výsledkom optimalizácie zameranej na minimalizáciu nákladov, pri daných cenách vstupov  $w_{iq}$  a produkovanej úrovni výstupov  $y_{rq}$  ( $r=1, 2, \dots, s$ ).

Optimálne množstvo vstupov ( $i=1, 2, \dots, m$ ) vypočítané prostredníctvom vyššie naformulovaného modelu môžeme využiť pri výpočte celkovej nákladovej efektívnosti ( $CE_q$ ), ktorá je daná ako podiel minimálnych a skutočne spotrebovaných nákladov. Hodnota celkovej nákladovej efektívnosti poukazuje na skutočnosť, o koľko by mohol analyzovaný podnik znížiť svoje náklady, ak by používal analyzované vstupy v optimálnej kombinácii. Hodnota potenciálnej úspory nákladov môže byť vypočítaná odpočítaním hodnoty celkovej nákladovej efektívnosti od čísla 1, resp. v percentuálnom vyjadrení  $(1-CE_q)100\%$ .

Na výpočet celkovej výnosovej efektívnosti, ktorá prináša informácie o optimálnej kombinácii výstupov, ktorá vedie k maximálnej úrovni výnosov je možné využívať rozšírené DEA modely v ktorých sú zakomponované ceny používaných výstupov. Pri výpočte celkovej výnosovej efektívnosti môžeme vychádzať z nasledovného modelu:

$$\text{Maximalizovať } \sum_{r=1}^s p_{rq} y_{rq}^* \quad (2)$$

$$\text{Za podmienok } \sum_{j=1}^n y_{rj} \lambda_j \geq y_{rq}^* \quad r = 1, 2, \dots, s$$

$$\sum_{j=1}^n x_{ij} \lambda_j \leq x_{iq} \quad i = 1, 2, \dots, m$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j = 1$$

$$\lambda_j \geq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n$$

Kde  $p_{rq}$  ( $r=1, 2, \dots, s$ ) je vektor cien výstupov hodnoteného podniku  $DMU_q$ , je vektor výstupov  $DMU_q$ , ktorý je výsledkom optimalizácie zameranej na maximalizáciu výnosov, pri daných cenách výstupov  $p_{rq}$  a úrovni spotrebovaných vstupov  $x_{iq}$  ( $i=1, 2, \dots, m$ ).

Po výpočte optimálneho množstva výstupov ( $r=1, 2, \dots, s$ ) môžeme určiť aj celkovú výnosovú efektívnosť ( $RE_q$ ), ktorá je definovaná ako podiel skutočných dosahovaných výnosov a maximálnych možných výnosov. Hodnota celkovej výnosovej efektívnosti poukazuje na skutočnosť, o koľko by mohol analyzovaný podnik zvýšiť svoje výnosy, ak by používal výstupy v optimálnej kombinácii. Hodnota potenciálneho navýšenia výnosov môže byť vypočítaná odpočítaním hodnoty celkovej výnosovej efektívnosti od čísla 1, resp. v percentuálnom vyjadrení  $(1-RE_q)100\%$ .

Výhodou DEA modelov v porovnaní s klasickými pomerovými ukazovateľmi je, že okrem zistenia miery efektívnosti prinášajú aj odporúčania ako by podniky mali upraviť štruktúru svojich vstupov a výstupov pri zohľadnení ich cien, ktorá by mala viesť k posunu na hranicu efektívnosti (teda k zlepšeniu efektívnosti). Kým pri celkovej nákladovej efektívnosti sú odporúčania hľadané najmä na strane vstupov (na akú hodnotu znížiť jednotlivé druhy uvažovaných vstupov), pri celkovej výnosovej efektívnosti sa odporúčania pre dosiahnutie efektívnosti hľadajú najmä na strane výstupov (na akú hodnotu navýšiť jednotlivé druhy uvažovaných výstupov).

Okrem uvedených metód existuje ešte celý rad ďalších prístupov, ktoré môžu byť využité pri hodnotení efektívnosti a výkonnosti podnikov. Ide napríklad ďalšie ukazovatele, ktoré vo svojej práci využíva napr. Derco<sup>11</sup>, o metódu Balanced Scorecard (BSC) s ktorou sa môžeme stretnúť v prácach autorov ako Gavurová<sup>12</sup>, Shaverdi a kol.<sup>13</sup>, Šoltés a Gavurová<sup>14</sup>; alebo o úlohy viackriteriálneho rozhodovania spomínané v prácach autorov Diakoulaki a kol.<sup>15</sup>, ktorí aplikujú uvedené metódy na trhu s energiou, Clímaco a Craveirinha<sup>14</sup> v oblasti telekomunikácií, Munda<sup>14</sup> pri hodnotení trvalo udržateľného rozvoja a pod..

Rastúci tlak na zvyšovanie konkurenčnej schopnosti podnikov na globálnom trhu vedie ich manažerov k snahe sledovať, hodnotiť a riadiť podnikateľské aktivity tak, aby sa zabezpečilo zvyšovanie výkonnosti a efektívnosti podniku a posilnilo sa jeho postavenie



na trhu. Prostriedkom na sledovanie, hodnotenie a riadenie podnikateľských aktivít môže byť aj mernaie efektívnosti a výkonnosti podnikov, ktoré môže byť realizované prostredníctvom viacerých metód. Okrem klasických metód ktoré sú v podnikovej praxi dosť často využívané, existuje aj celý rad „nových“ metód, ktoré môžu podnikom pomôcť pri posilňovaní ich postavenia na trhu. Spišáková<sup>16</sup> uvádza, že o zvýšenie ekonomickej efektívnosti by sa mal snažiť každý podnik, ktorý pôsobí a chce byť úspešný v danom odvetví. Pre úspešné pôsobenie podniku na trhu musí podnik nutne poznať nielen potreby zákazníka a trhu, ale aj príležitosti a ohrozenia, ktoré ponúka dané prostredie, ako aj odvetvie.

Sledovaným efektívnosti a výkonnosti podnikov sa v podmienkach Slovenskej republiky venuje aj Slovak Business Agency (SBA), ktorá sa v rámci svojich aktivít zameriava na podporu rozvoja a rastu malého a stredného podnikania na Slovensku. Vo svojej správe „Analýza ukazovateľov finančnej výkonnosti malých a stredných podnikov v rokoch 2008-2012“, ktorá bola vydaná v apríli 2014 je prehľad ukazovateľov finančnej výkonnosti vypočítaných z údajov analyzovaných podnikateľských subjektov (cca. 100 tis. – 150 tis. podnikov v každom roku). Finančné ukazovatele sú posudzované z troch hľadísk: podľa veľkostných kategórií, podľa odvetví a podľa krajov SR.

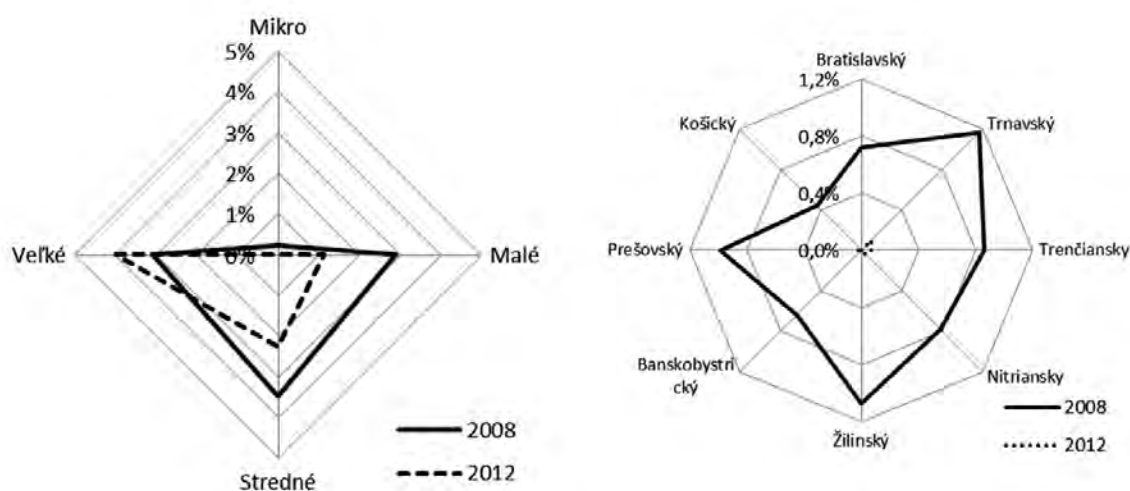
Jedným z analyzovaných ukazovateľov je aj rentabilita aktív. Obr. 1 znázorňuje zmenu rentability aktív podľa veľkostných kategórií podnikov medzi rokmi

2008 a 2012. Na základe údajov môžeme vidieť, že medzi sledovanými obdobiami dochádza k poklesu rentability aktív v prípade mikro, malých aj stredných podnikov. V prípade mikro podnikov dochádza k poklesu o 0,22 percentuálneho bodu, v kategórii malých podnikov sa rentabilita aktív znížila o 1,76 percentuálneho bodu a stredné podniky zaznamenali pokles o 1,22 percentuálneho bodu. Jedinou kategóriou v rámci ktorej dochádza k nárastu sú veľké podniky, kde ROA vzrástla o 0,92 percentuálneho bodu.

Pokles rentability aktív dokazuje aj vývoj priemernej rentability aktív v jednotlivých krajoch. Údaje naznačujú, že vo všetkých krajoch došlo v analyzovaných podnikoch k výraznému poklesu rentability aktív, pričom v Bratislavskom, Žilinskom, Banskobystrickom a Košickom dosiahla priemerná ROA v roku 2012 nulovú hodnotu. K najvýraznejšiemu poklesu dochádza v Trnavskom a Žilinskom kraji, kde ROA medzi sledovanými obdobiami poklesla o 1,07 percentuálneho bodu. Najmenší pokles (o 0,44 percentuálneho bodu), ale aj najnižšie hodnoty ROA boli zaznamenané v Košickom kraji. Vplyvom poklesu si rentabilita aktív v roku 2012 zachovala nenulové hodnoty v Trnavskom kraji (0,10%), Trenčianskom kraji (0,07%), v Prešovskom kraji (0,05%) a v Nitrianskom kraji (0,04%).

Druhým analyzovaným ukazovateľom je rentabilita tržieb (Obr. 2). Na základe zobrazených údajov môžeme vidieť, že medzi sledovanými obdobiami poklesla rentabilita tržieb vo všetkých veľkostných kate-

Obr. 1 Rentabilita aktív (ROA) podľa veľkostných kategórií podnikov a podľa krajov

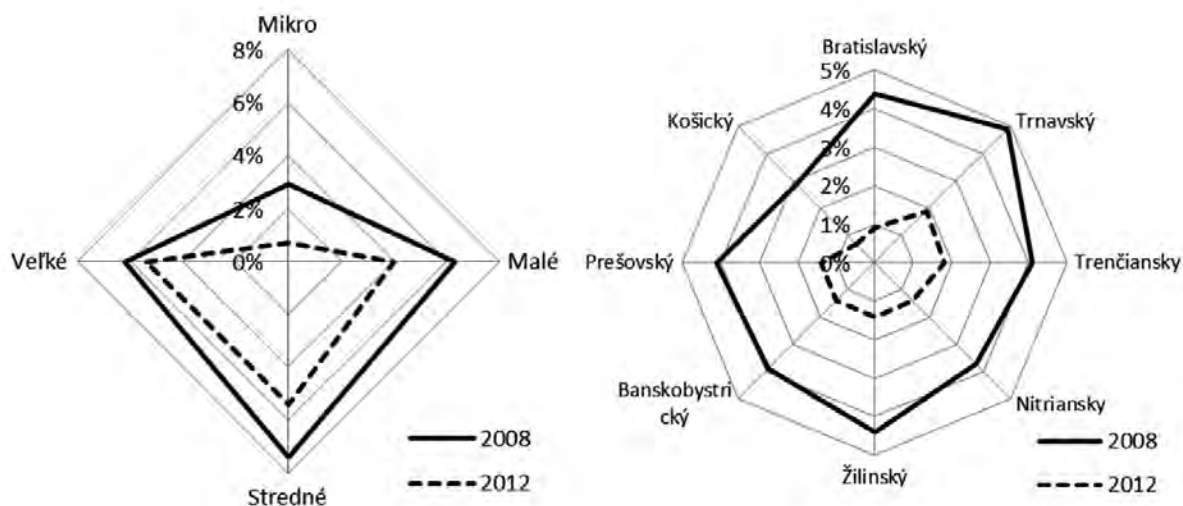


Zdroj: spracované autorom na základe SBA<sup>17</sup>

góriách aj vo všetkých krajoch. Najvýraznejší pokles rentability tržieb bol v prípade veľkostných kategórií zaznamenaný v prípade malých podnikov, kde hodnota poklesla o 2,3 percentuálneho bodu. Naopak k najmenšiemu poklesu dochádza u veľkých podnikov (pokles o 0,8 percentuálneho bodu).

nej efektívnosti, ale aj na uskutočňovanie rôznych opatrení zameraných na zvyšovanie ich efektívnosti. Prostriedkom na zvýšenie efektívnosti podniku môže byť aj prijatie určitých opatrení medzi ktoré by sme mohli zaradiť implementáciu systému sledovania kvality. Podnik by sa mal zamerať na detailné sledovanie

Obr. 2 Rentabilita tržieb podľa veľkostných kategórií podnikov a podľa krajov



Zdroj: spracované autorom na základe SBA

Pri pohľade na zmenu rentability tržieb v jednotlivých krajoch môžeme povedať, že medzi rokmi 2008 a 2012 rentabilita poklesla, pričom najvýraznejšie v Bratislavskom kraji (o 3,5 percentuálneho bodu). Rovnako ako pri ROA, aj tu bol najmenší pokles zaznamenaný v prípade Košického kraja (pokles o 2,2 percentuálneho bodu), pričom je však dôležité podotknúť, že rentabilita tržieb dosahovala v oboch rokoch v Košickom kraji najnižšie hodnoty. Najvyššie hodnoty rentability tržieb v obidvoch rokoch boli naopak zaznamenané v Trnavskom kraji (2008: 4,9%; 2012: 1,9%).

Spracované výsledky aj za ostatné finančné ukazovatele poukazujú na pretrvávajúci negatívny vývoj v oblasti efektívnosti z pohľadu veľkostnej štruktúry aj z pohľadu regionálneho. Preto by sa mali podniky neustále zameriavať nie len na sledovanie dosahova-

vývoja nákladov a zamerať sa na možné oblasti eliminácie nákladov. Mal by sledovať aj úroveň zamestnanosti vo vzťahu k realizovaným výstupom a zvážiť, či v podniku nie je prebytok, resp. nedostatok zamestnancov, prípadne či neexistuje priestor pre zvýšenie ich produktivity. Otázka zvyšovania produktivity nemusí byť posudzovaná iba vo vzťahu k zamestnancom, ale môže byť posudzovaná aj vo vzťahu k využívaným strojovým zariadeniam. Podnik by sa rovnako mohol zamerať na racionalizáciu výrobného programu, analýzu stavu zásob, zvyšovanie kvality, zvyšovanie spokojnosti zákazníkov, sledovať nové trendy vo svete a prispôbovať sa novým možnostiam.

Autorkou článku je Kristína KOČIŠOVÁ  
Technická univerzita v Košiciach, Ekonomická fakulta

<sup>1</sup> MALEGA, P., BIALKOVÁ, D.: *Riadenie ekonomickej efektívnosti podniku*. In: Trends and Innovative Approaches in Business Processes. 2011.  
<sup>2</sup> SAMUELSON, P.A., NORDHAUS, W.D.: *Ekonomía*. Bratislava: ELITA, 2000.  
<sup>3</sup> Vypovedá o zhodnotení celkových aktív, teda o zhodnotení majetku podniku.  
<sup>4</sup> Vypovedá o zhodnotení kapitálu, ktorý do podnikania vložili vlastníci podniku (akcionári, spoločníci, investori a pod.). Hodnota tohto ukazovateľa sa porovnáva s úrokom v bankách, alebo s výnosom bezrizikových cenných papierov, ktorý by investor mohol dosiahnuť, ak by svoj kapitál investoval týmto spôsobom. Hodnota rentability vlastného kapitálu by mala byť vyššia, keďže aj miera podstupovaného rizika je vyššia.

- <sup>5</sup> Slúži na vyjadrenie miery zhodnotenia tržieb. Poskytuje informáciu o tom, koľko peňažných jednotiek zisku dosiahneme z jednej peňažnej jednotky tržieb.
- <sup>6</sup> Vypovedá o miere zhodnotenia nákladov vynaložených na celkovú produkciu. Hodnotu rentability nákladov môžeme vypočítať ako podiel čistého zisku a vynaložených nákladov, pričom cieľom podniku by malo byť hodnotu daného ukazovateľa maximalizovať.
- <sup>7</sup> Vyjadruje podiel výnosov na jednu peňažnú jednotku nákladov. Podnik by sa mal snažiť o maximalizáciu daného ukazovateľa, pričom hodnota by mala byť vyššia ako 1. K zvýšeniu nákladovej účinnosti môže prispieť zvýšenie výnosov, alebo zníženie nákladov.
- <sup>8</sup> Udáva, koľko jednotiek nákladov bolo potrebných na vytvorenie jednej jednotky výnosov. Podnik by sa mal snažiť o minimalizáciu daného ukazovateľa, keďže za efektívnejší môžeme považovať ten podnik, ktorý dokáže jednu jednotku výnosov vyprodukovať pri využití nižšej úrovne nákladov. Pri hodnote ukazovateľa menšej ako jedna ide o pozitívny vývoj, hodnota vyššia ako jedna môže naznačovať negatívny vývoj.
- <sup>9</sup> Je daný ako pomer prevádzkových nákladov a prevádzkových výnosov. Klesajúca hodnota tohto ukazovateľa naznačuje, že podnik využíva svoje zdroje racionálne a efektívne, preto by cieľom malo byť minimalizovať úroveň daného ukazovateľa.
- <sup>10</sup> FARRELL, M. J.: *The Measurement of Productive Efficiency*. In: Journal of the Royal Statistical Society, 1957.
- <sup>11</sup> DERCO, J., a kol.: *Analysis of selected indicators of mining enterprises in the Slovak republic*. In: SGEM 2014: 14th international multidisciplinary scientific geoconference: GeoConference on Ecology, Economics, Education and Legislation. 2014.
- <sup>12</sup> GAVUROVÁ, B.: *The Balanced Scorecard System in Enterprise Management*. In: Ekonomický časopis, 2011.
- <sup>13</sup> SHAVERDI, M., AKBARI, M., TAFTI, S.F.: *Combining Fuzzy MCDM with BSC Approach in Performance Evaluation of Iranian Private Banking Sector*. In: Advances in Fuzzy Systems, 2011.
- <sup>14</sup> ŠOLTÉS, V., GAVUROVÁ, B.: *Application of the Cross Impact Matrix Method in Problematic Phases of the Balanced Scorecard System in Private and Public Sector*. In: Journal of Applied Economic Sciences, 2013.
- <sup>15</sup> In: Multiple Criteria Decision Analysis. State of the Art Surveys. USA: Springer, 2005.
- <sup>16</sup> SPIŠÁKOVÁ, E.: *Inovácie ako nevyhnutná činnosť prežitia malých a stredných podnikov v silnom konkurenčnom boji*. In: Inovácie - faktor konkurencieschopnosti malých a stredných podnikov v globálnom ekonomickom prostredí, 2009.
- <sup>17</sup> SBA: *Analýza ukazovateľov finančnej výkonnosti malých a stredných podnikov v rokoch 2008-2012*. 2014.

# FINANČNÉ RIADENIE PODNIKOV – konferencia SAF

**Vladimír DOBROVIČ**

## **Cesty k úspešnému smerovaniu našej ekonomiky**

V dňoch 21. a 22. októbra 2014 v priestoroch hotela Crowne Plaza v Bratislave sa konal už 12. ročník výročnej odbornej konferencie SAF Finančné riadenie podnikov za aktívnej účasti pána Andreja Kisku, prezidenta SR. V predvečer konferencie sa uskutočnilo udeľovanie Ocenenia SAF za prínos v oblasti podnikových financií a oceňovanie CECGA pre podniky za dodržiavanie princípov Corporate Governance.

## **Register účtovných uzávierok**

Ocenenie Slovenskej asociácie finančníkov za prínos v oblasti podnikových financií získala Viera Laszová, riaditeľka odboru Ministerstva financií SR za jej vklad pre vznik portálu Register účtovných uzávierok. Táto pomôcka finančníkov prispieva k transparentnosti podnikateľského prostredia. Toto významné ocenenie SAF udeľuje už osem rokov. Získávajú ho osobnosti, ktoré významnou mierou prispeli k zvýšeniu znalostnej úrovne finančníkov, zdokonaľovaniu rôznych stránok riadenia financií v podnikovej praxi s cieľom zlepšiť transparentnosť podnikateľského prostredia a znižovania administratívnej záťaže podnikov.

## **Pozitívna motivácia**

Na slávnostnej recepcii v predvečer konferencie Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností (CECGA) už po tretíkrát oceňovala úroveň dodržiavania princípov Corporate Governance a transparentnosť zverejňovania súladu s Kódexom správy a riadenia spoločností na Slovensku. Predsedníčka Správnej rady CECGA Elena Kohútiková odovzdala Ocenenie CECGA Slovenskej sporiteľni, Všeobecnej úverovej banke, Union poisťovni, a spoločnostiam Slovnaft, Tatry mountain resorts a Hornonitrianske bane Prievidza. „Oceňovaním najlepších spoločností chce CECGA pozdvihnúť úroveň dodržiavania prin-

cípov Corporate Governance, pozitívne motivovať ďalšie spoločnosti k vyššej transparentnosti pri informovaní všetkých zainteresovaných strán o spôsobe správy a riadenia spoločnosti a tým prispieť k zvyšovaniu dôveryhodnosti podnikateľského prostredia na Slovensku,“ uviedla pri tejto príležitosti E. Kohútiková.

## **Rokovací deň konferencie**

Rokovanie konferencie za účasti prezidenta SR pána Andreja Kisku, ktoré otvoril vrcholový predstaviteľ SAF pán **Andrej Révay**, sa nieslo v znamení vystúpení erudovaných odborníkov z oblasti ekonomiky a bankovníctva. Zástupcovia vyššieho manažmentu podnikov, ktorí sa venujú finančným a ekonomickým procesom podniku, podnikateľskému prostrediu, ekonomickej legislatíve a zdrojom financovania sa mali možnosť oboznámiť s aktuálnou makroekonomickou predikciou vývoja domácej a medzinárodnej ekonomiky. Po úvodnom vystúpení Andreja Révaya sa hovorilo o aktuálnych problémoch financovania podnikov a stave podnikateľského prostredia.

V rámci 1. bloku **Makroekonómia** vystúpil aj pán Andrej Kiska, prezident SR na tému – Kvalita a transparentnosť podnikateľského prostredia na Slovensku



a jeho vplyv na vývoj ekonomiky. O predikcii vývoja ekonomiky informoval Ján Tóth, viceguvernér NBS. Ako sa bude vyvíjať ekonomika okolo Slovenska? Tejto téme sa venoval Dan Bucsa, UniCredit, EEMEA Analytik.

*Zdroje financovania podnikateľských aktivít* boli témou 2. bloku. Elena Kohútiková, VÚB, a. s. v ňom prezentovala tému Alternatívy financovania podnikateľských aktivít – úver, akcie, dlhopisy, Miroslav Štokendl UniCredit bank Czech Republic and Slovakia, a. s. Finančné potreby podnikov, Roman Turok-Heteš, MF SR hovoril na tému Konceptia rozvoja kapitálového trhu na Slovensku a Robin Vaudrey, CFA Head of Region, CEE na tému Využitie zdrojov Európskeho investičného fondu na Slovensku.



*Centralizovať či decentralizovať finančné funkcie* – na túto tému v 3. bloku s moderátorskou dvojicou panelu Peter Daniel a Miroslav Bielčík diskutovali Kristina Drobcova, SSC Finance Director, Johnson Controls SSC; Sven Erdmann, CEO, Deutsche Telekom SSC; Marian Bodi, CFO, IBM Slovakia; Katarína Nováková, Business Development Manager, Lugera & Makler a Marián Fišer senior manager, Accenture.



*Aktuálny stav a výzvy k zlepšeniu podnikateľského prostredia* na Slovensku priblížili v záverečnom 4. bloku Marian Jusko, prezident RÚZ; Miroslav Galamboš, viceprezident SAF a Jana Marková, hlavná analytička CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o.



### **Treba vrátiť ľuďom dôveru v štát**

Svojou aktívnou účasťou Andrej Kiska, prezident SR sa na konferencii sústredil najmä na prezentáciu svojich poznatkov a názorov na kvalitu a transparentnosť podnikateľského prostredia na Slovensku. Zdôraznil pritom dôležitosť zdravého podnikateľského prostredia. Za najdôležitejšiu úlohou pre jeho zlepšenie na Slovensku označil vrátenie dôvery ľudí v štát. Napriek pozitívnym zmenám a reformám má Slovensko podľa vyjadrenia prezidenta v oblasti základnej dôvery vo fungovanie štátu a jeho inštitúcií stále čo doháňať. Ako príklad uviedol „schvaľovanie zákonov, v ktorých sa už prestávajú orientovať aj ich autori, vymýšľanie absurdne vysokých pokút, zákazov, príkazov, často záujmovými skupinami motivovaných regulácií, chýbajúca právna istota sú prejavmi jedného a toho istého problému – nekvalitných verejných inštitúcií.“

Za jeden z najzávažnejších problémov A. Kiska označil nefunkčnosť súdov a nízku vymožiteľnosť práva. Verejne slúbil, že jeho snahou bude preto „predovšetkým zlepšiť proces výberu sudcov, posilňovať transparentnosť a kvalitu ich rozhodovania.“

Prezident neobišiel ani často diskutované otázky súvisiace s daňovým zaťažením podnikateľského prostredia na Slovensku. Ocenil pritom plnenie záväzku vlády znižovať deficit verejných financií. „Je lepšie, keď sa zvyšujú dane a znižuje deficit, ako keď sa zvyšujú aj dane aj deficit, čoho sme v minulosti boli svedkami,“ poznamenal.

Dôležitou súčasťou významne ovplyvňujúcou podnikateľské prostredie je aj oblasť vzdelávania.

Otázke ďalšieho rozvoja školstva sa samozrejme nevyhol ani A. Kiska. Podčiarkol jej pozitívnu úlohu pri ekonomickom napredovaní pričom označil za veľmi dôležité uskutočniť reformu vzdelávania. „Potrebujeme, aby naše školy neprodukovali len ľudí zamestnateľných, ale aj takých, ktorí dokážu byť sami zamestnávateľia, ktorí dokážu podnikat' a budú ochotní zobrať na seba risk,“ zdôraznil.

### Investície

Najslabším článkom slovenskej ekonomiky sú investície, podnikatelia by preto privítali keby vláda viac podporovala firmy, ktoré investujú do svojho rozvoja. Nové investície považujú za riziko. Podľa **Andreja Révaya**, prezidenta Asociácie podnikových finančníkov „spoločnosti, ktoré investujú, by mal štát podporovať daňovými úľavami na príslušný objem investičnej povahy prostriedkov, ktoré firmy použili do nových projektov.“ Bankári tiež upozorňujú na ďalší nešvár. Mnohé zahraničné firmy pôsobiace na Slovensku, tu zarobené peniaze posielajú do cudziny pretože im chýba motivácia investovať ich u nás. **Miroslav Štrokendl** UniCredit bank Czech Republic and Slovakia, a. s. vidí tiež východisko v podpore firiem, ktoré investujú do inovácií.

### Predikcia vývoja ekonomiky Slovenska

Z vystúpenia Jána Tótha, viceguvernéra NBS

Výrazne sa spomalil rast úverov, ktorý sa v prípade nefinančných spoločností už dlhšie pohybuje v záporných hodnotách. Je to dôsledok neistoty, heterogenity vývoja v jednotlivých krajinách, prebiehajúcej reštrukturalizácie bilancií, ktoré ovplyvňujú tak dopyt, ako aj ponuku úverov.

Slovenská ekonomika v roku 2015 vzrastie o 2,9 % (pokles o 0,3 p. b.) a v roku 2016 o 3,5 % (bez zmeny). Investície sú stále 16% pod predkrízovou úroveňou. Sú najslabším článkom ekonomiky. Verejné investície (nedlhovo financované cez eurofondy) a kvalita podnikateľského prostredia sú dôležité faktory pre znovu naštartovanie súkromných investícií v období slabšieho dopytu.

### Alternatívy financovania podnikateľských aktivít – úver, akcie, dlhopisy

Z prezentácie Eleny Kohútikovej, zástupkyne generálneho riaditeľa VÚB, a. s.

Úvery z bánk sú najvýznamnejšími zdrojmi financovania podnikov.

V mnohých krajinách strednej a východnej Európy, korporátne úvery presahujú 30% celkovej bilancie bankového sektora. Slovensko nie je až tak exponované, no bankové úvery tvoria dominantnú časť záväzkov nefinančných firiem. Podobne vysokú závislosť na bankovom financovaní majú aj podniky v Taliansku, Nemecku či Rakúsku. Rastie však podiel zahraničného financovania na úkor domácich zdrojov.

Bankové financovanie prevláda a bude prevládať, lebo banky majú prebytok likvidity. Na Slovensku majú banky o cca 4 miliardy viac primárnych vkladov ako poskytnutých úverov. Majú aj dostatok kapitálu, úverovania sa neboja, práve naopak. Úvery domácnostiam na rozdiel od firiem rástli, dvojcifernou mierou, aj v rokoch 2013 a 2014.

Dôvodom prečo stav úverov podnikom v ostatných dvoch rokoch klesal bol ich slabý dopyt po úveroch. Výhľad sa však už zlepšuje. Banky vskutku avizujú nárast dopytu po korporátnych úveroch, dávajú lepšie úverové podmienky. Možno však čakať aj nárast alternatívnych zdrojov financovania, pretože v bankovom sektore sa prebytok likvidity bude postupne znižovať. To uvoľní priestor pre alternatívy. Perspektívnu pre menšie firmy sa môžu javiť aj nové formy financovania obchádzajúce tradičného sprostredkovateľa. „Crowdfunding“ a „peer-to-peer lending“ sa čoraz viac dostávajú do povedomia aj slovenských firiem. Spoločným znakom oboch je obchádzanie tradičného sprostredkovateľa a priame financovanie drobnými investormi cez online internetové platformy

Na konferencii SAF o finančnom riadení podnikov bolo nastolených mnoho otázok súvisiacich so stavom ekonomiky na Slovensku a s perspektívou jej vývoja. Potešiteľné je, že nezostalo len pri nastolovaní otázok. Podnikoví finančníci spoločne s erudovanými prednášateľmi, vrátane hlavy štátu, hľadali cesty k úspešnému smerovaniu našej ekonomiky, v ktorej významnú úlohu zohráva a zrejme aj naďalej bude zohrávať bankovníctvo na Slovensku.

Vladimír Dobrovič

# Legislatívna aktivita SAF

SAF spolu s SOPK, Slovenskou komorou živnostníkov, Združením podnikateľov Slovenska, Slovenským živnostenským zväzom, Česmadom Slovakia a Slovenskou asociáciou malých podnikov požiadali listom 12. novembra 2014 ministra financií SR pána Petra Kažimíra o zmenu navrhovanej úpravy zákona o dani z príjmu v oblasti odpisov pri finančnom prenájme. Uverejňujeme jeho odpoveď v plnom znení:

redakcia

**Peter Kažimír**

podpredseda vlády a minister financií  
Slovenskej republiky

Bratislava, 10. december 2014  
Číslo: MF/25406/2014-721

Vážený pán prezident,

dovoľte mi reagovať na Váš list týkajúci sa ponechania zvýhodneného lizingového odpisovania pre výrobné prostriedky v zákone č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

Návrh zákona, ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov a ktorým sa menia a dopĺňajú niektoré zákony, bol schválený v Národnej rade SR dňa 30. októbra 2014 a jeho súčasťou je aj zrušenie tzv. zvýhodneného lizingového odpisovania. Cieľom tohto opatrenia bolo zrovnoprávnenie odpisovania majetku bez ohľadu na spôsob jeho obstarania. Ministerstvo financií SR nevidí ekonomický dôvod na zvýhodňovanie jednej formy obstarania majetku oproti inej. Lizingové spoločnosti podľa právneho stavu platného do 31. 12. 2014 disponujú oproti iným spoločnostiam konkurenčnou výhodou – zrýchleným odpisovaním majetku obstaraného formou finančného prenájmu počas doby trvania lizingovej zmluvy. Zvýhodnené lizingové odpisy sú vnímané ako daňová výhoda poskytovaná selektívne na predaj majetku jednej skupiny podnikateľských subjektov, čím sa umožňuje výhodnejšie obstaranie majetku prostredníctvom lizingu na úkor iných foriem obstarania majetku a to na náklady štátu a aj náklady ostatných subjektov, ktoré takýmto stimulom pri využívaní ich produktov nedisponujú.

Vo svojom liste navrhujete ponechanie zvýhodneného lizingového odpisovania pre výrobné prostriedky okrem osobných automobilov a predĺženie doby lizingového odpisovania nehnuteľností zo 60 % na 75 %. Váš návrh sa stotožňuje s návrhom Asociácie leasingových spoločností SR, ktorá považuje ponechanie zrýchlených lizingových odpisov na nákladné automobily počas 36 mesiacov za nevyhnutné z dôvodu umožnenia nahradenia nevyhovujúcich automobilov novými ako aj rýchlejšej obnovy vozového parku. Skutočné údaje o objeme vozového parku prostredníctvom priemerného veku vozidiel, ktorými disponuje Inštitút finančnej politiky Ministerstva financií SR, však hovoria o tom, že priemerný vek používaných osobných a nákladných automobilov a autobusov sa pohybuje v rozmedzí 9,6 až 17,7 roka.

Dovoľte mi zároveň upriamiť Vašu pozornosť na opatrenie schváleného návrhu zákona, podľa ktorého sa u majetku technologického (výrobného) charakteru znížila doba odpisovania z 12 rokov na 8 rokov. Zámerom tejto zmeny je podporiť práve investovanie do takého majetku, ktorý zabezpečí rozvoj výroby, zavádzanie nových technológií a modernizáciu výroby a to aj ponechaním zrýchlenej metódy odpisovania na takýto majetok. Ministerstvo financií SR v nadväznosti na uvedené skutočnosti v súčasnosti neodporúča opätovne zaviesť výhodnejšie zaobchádzanie s majetkom nadobudnutým formou finančného lizingu prostredníctvom zákona o dani z príjmov.

S úctou



Vážený pán

Andrej Révay  
prezident Slovenskej asociácie  
podnikových finančníkov

Bratislava

## NOVINKA NA KNIŽNOM TRHU:

## Praktická publikácia o vymáhaní pohľadávok

[O zárukách za pôžičky] „Nie je žiadnym uspokojením, ak dvaja ľudia urobia niečo namiesto iba jedného. Človek, ktorý nemôže zaplatiť, nájde inú osobu, ktorá nemôže zaplatiť, aby garantovala, že on môže zaplatiť. Akoby človek s dvomi drevenými nohami našiel iného človeka s dvomi, t. j. drevenými nohami, ktorý dá záruku, že jeho nohy sú prirodzené.”

Charles Dickens: Malá Doritka



Aj vyššie uvedený citát nájdete v najnovšej knihe o pohľadávkach. Autorom je opäť Peter Daniel, ktorý po úspešnej prvej časti knihy z roku 2013 (Správa a vymáhanie pohľadávok) pripravil druhú časť s rovnakým rozsahom. Obe knihy sa síce dajú čítať aj nezávisle, spolu však tvoria ucelené dielo o celkovom rozsahu viac než 900 strán. Prvá kniha bola skôr teoretickým základom ekonomických, účtovných, daňových, civilno- aj obchodnoprávných aspektov správy pohľadávok, hoci obsahovala celý rad príkladov z praxe. Druhá kniha, ako už z jej názvu vyplýva, je celá postavená na príkladoch, analýzach, vzoroch dokumentov, vzoroch podaní a zmlúv a na relevantných súdnych rozhodnutiach. Hoci je aj prvá kniha u predajcov stále k dispozícii, čitatelia hľadajúci skratkovitejšie čítanie môžu v druhej knihe na začiatku každej kapitoly nájsť skrátený prehľad toho, čo bolo obsahom prvej knihy (samozrejme aktualizovaný) a za týmto prehľadom každá kapitola obsahuje samotnú praktickú časť použiteľnú pre denný biznis odborných čitateľov. Kniha nebola písaná ako učebnica pre študentov ekonómie ani práva, predáva sa predovšetkým odbornej verejnosti a pre ňu je štýlom prispôsobená – to však ni-

jako nevyklučuje jej vhodnosť pre zvedavých študentov, ktorí sa chcú o téme dozvedieť podstatne viac, než im ponúkajú vysoké školy v bežnom vyučovaní. Praktický význam vymáhania pohľadávok vzrástol najmä období krízy, kedy došlo k prehĺbeniu nesolventnosti v obchodných vzťahoch a vzrástol počet úpadkov dlžníkov – tento trend sa stále ešte nezastavil a aj v pokrízovom období bude ešte nejaký čas trvať, kým sa dlžníci finančne vzchopia a začnú riadne a včas platiť (aspoň niektorí z nich, keďže neplatiči tu vždy boli a budú).

Prvé dve kapitoly sú venované internému vymáhaniu pohľadávok (teda ich vymáhaniu samotným veriteľom). Nájdeme tu komplexnú analýzu vekovej štruktúry pohľadávok, mnohé čísla dokladujúce rozdiely medzi odvetvami slovenskej ekonomiky pokiaľ ide o stav a vývoj pohľadávok, analýzu nákladov vymáhania, ako aj komplexný príklad segmentácie a ratingu dlžníkov, detaily o daňových a účtovných opravných položkách k pohľadávkam a odpisoch pohľadávok, príklady účtovania pohľadávok v slovenskom účtovníctve aj v US GAAP a IFRS, ako aj komplexný pohľad na výpočet úrokov z omeškania (vrátane ich vývoja, ak ešte stále máte dlžníkov zo starších období). Kapitoly o internom vymáhaní pokračujú vzormi upomienok, dohôd o splátkach, uznani



dlhu a záväzku, vyhlásenia o započítaní pohľadávky aj dohody o vzájomnom započítaní, dohody o prevzatí dlhu a o pristúpení k záväzku, vybranými dokumentmi k poisteniu pohľadávok a call scriptami (scenármi telefonátov). Knihu veľmi oživujú aj príklady telefonátov s dlžníkmi, vrátane autorovho hodnotenia pozitív a negatív každého telefonátu. Pre väčšie podniky nasledujú vzory vnútro podnikových smerníc k riadeniu pohľadávok.

V kapitole o externom vymáhaní nájde čitateľ vzor mandátnej zmluvy s inkasnou agentúrou, vzor zmluvy o postúpení pohľadávky a oznámenia o postúpení, vzory faktoringových zmlúv, návrhu na vydanie platobného rozkazu súdom, návrhu na vykonanie exekúcie a ďalších exekučných dokumentov, vzory rozhodcovských dohôd, návrh dlžník na vyhlásenie konkurzu a s prílohami a so vzorovými prihláškami pohľadávok a návrhu veriteľa na popretie pohľadávky dlžníka v konkurze. Túto kapitolu dopĺňa rozsiahlejšia analýza rozhodnutí slovenských a českých súdov k pohľadávkam, s dôrazom na novšie a dosiaľ nepublikované rozhodnutia.

V otvorenej slovenskej ekonomiky ne jeden veriteľ musí vymáhať pohľadávky aj od zahraničných dlžníkov. V tom mu majú komplexnú podporu poskytnúť posledné dve kapitoly. Čitateľovi dobre poslúžia informácie o aktuálnych zákonných úrokoch z omeškania a zákonných dobách splatnosti faktúr v rôznych krajinách Európy, ako aj komplexné dokumenty k podaniu návrhu na vydanie európskeho platobného rozkazu (a podanie odporu k nemu) a návrhu na vydanie európskeho exekučného titulu pre nesporné nároky. A cezhraničnému vymáhaniu iste pomôže aj šesťjazyčný odborný pohľadávkový slovník v závere knihy.

Vhodným oživením knihy sú rozhovory s pohľadávkovými odborníkmi na konci každej kapitole. K témam kapitol sa vyjadrujú podnikoví finančníci, advokáti, exekútori, konkurzní správcovia, zástupcovia dlžníckych registrov, inkasných agentúr a poisťovacích spoločností činných v poistení pohľadávok. A tak ako v prvej knihe z roku 2013, aj druhú časť oživujú veselšie i smutnejšie citáty k téme dlhov z diel mnohých klasikov.

### Stručne o autorovi:

V roku 2002 prešiel z akademickej sféry do podnikovej praxe a prevzal zodpovednosť za riadenie odboru billing back office v spoločnosti Slovenské telekomunikácie keď sa stala dcérou nemeckej Deutsche Telekom AG. Od roku 2005 viedol v Slovak Telekom centralizovaný odbor správy pohľadávok so 150 pracovníkmi a po fúzii Slovak Telekomu a T-Mobile Slovensko (2010) riadil tím súdneho a mimosúdneho vymáhania pohľadávok



za značky T-Com aj T-Mobile. V roku 2011 ukončil štúdium práva na Univerzite Komenského v Bratislave. Od roku 2012 je manažérom pohľadávok v americkej spoločnosti Johnson Controls International, kde riadi takmer 70-členný medzinárodný tím, vymáhajúci pohľadávky v šestnástich jazykoch od dlžníkov zatiaľ v približne 30 krajinách Európy, Afriky, Stredného Východu a za odvetvie automobilovej výroby navyše aj v krajinách Severnej a Latinskej Ameriky, v Japonsku a pohľadávky joint ventures v Číne.

V rokoch 2010-2012 pôsobil ako správca pre konkurzy a reštrukturalizácie (zapísaný v zozname správcov Ministerstva spravodlivosti SR). V rokoch 1996-2005 bol a od roku 2013 opäť je členom Správnej rady Slovenskej asociácie podnikových finančníkov (SAF) a bol aj zakladateľom jej odborného časopisu Finančný manažér. V rokoch 1997-1999 bol členom poradného orgánu ministra financií SR (Komisie pre rozvoj kapitálového trhu). V období 1995-2002 bol členom Vedeckej rady Fakulty financií UMB. Publikoval približne 140 odborných a vedeckých článkov z oblasti financií, bol spoluautorom mnohých učebných textov z oblasti podnikových financií a autorom odbornej monografie o pohľadávkach. Prednášal ucelené prednáškové cykly na univerzitách v USA, Švédsku a Českej republike, ale aj jednotlivé odborné prednášky na univerzitách v Belgicku, Španielsku či Indii. V medzinárodnej asociácii IGTA (International Group of Treasury Associations) bol členom jej komisie pre akreditáciu vzdelávacích programov pre podnikových finančníkov (2002-2005).

**Kniha vyšla vo vydavateľstve Wolters Kluwer v decembri 2014. Objednať si ju môžete na stránkach vydavateľa [www.wolterskluwer.sk](http://www.wolterskluwer.sk).**

# ENGLISH SUMMARY

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

## **EDITORIAL**

The editorial note is prepared by Mr. Andrej Révay, president of the SAF. He evaluates previous year and brings information about the expectations for the economy as well as for activities of the association.

## **PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS**

### **PROFESSIONAL CARE OF THE BOARD MEMBER**

*Radka SLÁVIKOVÁ-GERŽOVÁ*

### **ISSUING THE CORPORATE BONDS**

*Božena HRVOLOVÁ*

### **FINANCIAL TRANSACTIONS TAX – PART I**

*Erika Mária JAMBOROVÁ*

### **WE RECOVER SLOWLY BUT SECTORS FEEL IT**

*Juraj JANČI*

### **RETURN ON CAPITAL AND RETURN ON ASSETS OF SLOVAK FIRMS ACCORDING TO INDUSTRIES AND REGIONS**

*Monika ONDRUŠEKOVÁ – Josef PODHORSKÝ*

### **IMPROVEMENT OF FIRMS' EFFICIENCY**

*Katarína KOČIŠOVÁ*

## **ASSOCIATION PAGES**

In the association pages SAF we offer:

12<sup>th</sup> annual conference of SAF “Financial management of firms 2014”

Legislative activity of SAF

Book review



# Ideme do toho s vami

## **MALÉ A STREDNÉ FIRMY**

Bankoví poradcovia UniCredit Bank sa vždy dôkladne oboznámia so špecifickým prostredím každého podnikateľa. Preto vám môžu pripraviť riešenie presne podľa vašich potrieb.

Naše návrhy financovania sú výhodné aj vďaka podpore od CEB, EIB a EIF. Spoločne zostavíme zvýhodnený úver presne pre vás.

Zavolajte nám na infolinku \*1111  
a rezervujte si osobné stretnutie s vaším poradcom.

**ZVÝHODNENÉ ÚVERY  
PRESNE PRE VAŠE  
PODNIKANIE**

[www.unicreditbank.sk/firmy](http://www.unicreditbank.sk/firmy)

 **UniCredit Bank**

Vydavateľ a adresa redakcie

**SLOVENSKÁ ASOCIÁCIA PODNIKOVÝCH FINANČNÍKOV**

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5667

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internetová stránka: [www.asocfin.sk](http://www.asocfin.sk)