

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XII. • číslo 1 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Jar 2012

OBSAH

<input type="checkbox"/> ÚVODNÍK	1
<i>Miloslava Zelmanová, šéfredaktorka</i>	
<input type="checkbox"/> ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
MONITORING A HODNOTENIE ÚROVNE DODRŽIAVANIA PRINCÍPOV CORPORATE GOVERNANCE	2
<i>Barbora LAZÁROVÁ</i>	
ANALYTICKÉ NÁSTROJE – CESTA KU KONKURENČNEJ VÝHODE	5
<i>Marian BÓDI</i>	
EUROZÓNA A JEJ MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY	9
<i>Robert AUXT</i>	
MOŽNOSTI INVESTOVANIA VOĽNÝCH ZDROJOV DO NEŠTANDARDNÝCH DERIVÁTOV	13
<i>Boris ŠTURC - Natália ŽOLDÁKOVÁ</i>	
FUNDAMENTÁLNE ASPEKTY FINANCOVANIA PODNIKU PROSTREDNÍCTVOM PRIVATE EQUITY A VENTURE KAPITÁLU	16
<i>Katarína ORAVÍKOVÁ PODOLIAKOVÁ</i>	
PODNIKANIE NA SLOVENSKU: VYSOKÁ AKTIVITA, FINANCOVANIE NIE JE HLAVNÝ PROBLÉM	23
<i>Anna PILKOVÁ - Marian HOLIENKA</i>	
VÝVOJ POČTU BANKROTŮV A REŠTRUKTURALIZÁCIÍ V SR V ROKU 2011 A POROVNANIE S VÝVOJOM V ROKU 2010	29
<i>Jana MARKOVÁ</i>	
PREČO PODNIKY IMPLEMENTUJÚ INTEGROVANÉ SYSTÉMY RIADENIA RIZIKA	34
<i>Tatiana VARCHOLOVÁ – Lenka DUBOVICKÁ</i>	
<input type="checkbox"/> STRÁNKY SAF	
DLHOVÁ KRÍZA A MOŽNOSTI JEJ RIEŠENIA – Postrehy z odbornej diskusie	38
<i>(Eduard HOZLÁR)</i>	
ODBORNÝ SEMINÁR K DAŇOVEJ KONTROLE PO NOVOM	39
<i>(Eduard HOZLÁR)</i>	
<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 5668

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

28. 3. 2012



Milí členovia a priaznivci Slovenskej asociácie podnikových finančníkov, o Vašu čitateľskú pozornosť sa uchádza jarné

číslo nášho časopisu. Ako je už našim zvykom, ponúkame Vám príspevky našich členov, poznatky z vedeckej aj odbornej obce, ako aj informácie zo života našej asociácie. Dúfame, že si každý z Vás nájde čosi, čo ho zaujme, obohatí jeho skúsenosti a znalosti a snáď sa rozhodne aj niečo zo získaných informácií využiť vo svojej odbornej praxi.

My, ekonómovia, sme žili, ako každoročne, prvý štvrtrok rokom minulým, venovali sme podstatnú časť svojho pracovného úsilia ročným účtovným závierkam a aktivitám s nimi súvisiacimi. Okrem rutinných činností spojených s prípravou daňových priznaní sme tento rok absolvovali, resp. stále zápasíme viac či menej úspešne s elektronickou komunikáciou s finančnými inštitúciami – daňovými úradmi.

Určite Vám nechcem pripomínať to, čo už máme zväčša za sebou, ani sa necítim kompetentná hodnotiť udalosti uplynulých dní, no dovoľte mi krátke zamyslenie inšpirované mailom, ktorý sa možno ocitol aj vo Vašej poštovej schránke.

Janko Jesenský, 17.7.1929

*V tých voľbách demokratických je predsa čosi novó,
a to je, že hlas národ má a vyvolený slovo.*

*Pred dažďom rastú oblaky, pred voľbami zas sľuby,
po daždi rastu rýdziky, po voľbách - prázdne huby.*

*Pri voľbách národ vyberie si stranu milovanú,
po voľbách strana milovaná ho odloží - na stranu.*

*A pravda pravdou zostáva pod potmehúdsnym slncom:
voliči prídu ku urnám a vyvolení - k hrncom.*

Tie európske hrnce sú zväčša poloprázdne, obsah mnohých sa už vyparil, presvítá dno a niektoré aj prihárajú. Ako Štúr vravel, niet inej cesty, len si rukávy vysúkať a pustiť sa do práce. A to je to, čo dnes občan očakáva, aby tí, ktorým sme dali dôveru spolu vytvorili také podmienky, východiská a predpoklady, aby sme si pozitívne konštatovanie nedávnych dní, že Slovensko dosiahlo jednu z najvyšších úrovní produktivity práce v Eurozóne nielen udržali, ale aj ďalej rozvíjali. Nie však len znižovaním počtu zamestnan-

cov, ale hlavne vyššou tvorbou pridanej hodnoty na pracovníka, sofistikovanejšou produkciou, podporou vedeckého výskumu spojeného s praxou.

Ekonomika hýbe svetom (myslím, že sa hovorí, aj „peniaze“ ...); v našom prípade Európou a Slovenskom. Základom „rozhybania sa“ je aj vysokokvalifikovaná pracovná sila a možnosť uplatniť sa v praxi. Pokúsme sa rozbiť ten kruh a zmeniť ho na pyramídu, po ktorej budeme stúpať na vrchol, vyhnime sa vzájomnému kritizovaniu a hľadaniu chýb, z tých sa radšej poučme a konkrétnymi činmi a výsledkami argumentujme. Jedni kritizujú, že naše školstvo upadá, naše univerzity nenájdete na popredných miestach v publikovaných hodnotiacich zoznamoch univerzít svetových, na druhej strane však môžete čítať príbehy úspešných Slovákov žijúcich v zahraničí; denne sa stretávame s fenoménmi - podnikateľská sféra chce absolventov s praxou, vysoká miera nezamestnanosti našich absolventov, ale aj ľudí nad 50 rokov sú mementom. Najst' únosnú mieru medzi uspokojením záujmov podnikateľskej sféry, akcionárov, vlastníkov a naplnením očakávaní zamestnancov nie je úlohou novou, no momentálne aj u nás vysoko aktuálnou. Štát by sa tiež mal správať ako rozumný podnikateľ, aby mal z čoho uspokojiť očakávania svojich občanov.

A okrem tak často skloňovanej ekonomiky je tu v neposlednom rade kvalita života. Už aj odborníci upozorňujú na nepriaznivé sprievodné javy dnešných dní – stres útočí; aj tí, ktorí sú zamestnaní, pracujú často v stresových podmienkach, pod zvyšujúcim sa tlakom pribúdajúcich úloh, častokrát bez záujmu o vzájomnú komunikáciu a tímovú spoluprácu. Volajme po synergii, podchytení elánu a jeho infikovaní tým, ktorí sa len vezú a poddávajú sa letargii.

Zaželajme si spoločne, aby prostredie a podmienky, v ktorých budeme vytvárať hodnoty v ďalších troch štvrtkoch tohto roku podnecovali nielen manažérov, ale aj všetkých zamestnancov ku kvalitným výkonom, k prispeniu rastu bohatstva krajiny, nielen ekonomického, ale aj duševného. Pri správnom ťahu na bránku sa úspech musí dostaviť.

S optimizmom

Miloslava Zelmanová
šéfredaktorka

Monitoring a hodnotenie úrovně dodržiavania princípov Corporate Governance

Barbora Lazárová



História kodifikácie princípov Corporate Governance a ich zavádzania do systému správy a riadenia spoločností v Európe sa ráta na dve desaťročia. Začala sa písať vo Veľkej Británii v roku 1992, kedy Sir Adrian Cadbury, člen Institute of Directors, spísal prvý kódex správy a riadenia spoločností. V roku 1999 sa ujala iniciatívy OECD a sformulovala 5 základných princípov správy a riadenia spoločností, ktoré sa stali jednotiacim základom pre vznik národných kódexov. V dôsledku účtovných škandálov na prelome tisícročí Európska komisia v roku 2003 vydala Akčný plán modernizácie obchodného práva a posilnenia Corporate Governance, v súlade s ktorým postupne prijíma opatrenia formou odporúčaní a smerníc upravujúcich jednotlivé oblasti Corporate Governance (ďalej len „CG“). Na kritickú situáciu na finančných trhoch zareagovala aj OECD, ktorá v roku 2004 zaktualizovala princípy CG a pridala jeden samostatný

princíp určený národným regulátorom vyžadujúci vytvorenie efektívneho rámca nevyhnutného na zavádzanie princípov CG do korporátnej praxe.

Z pohľadu relatívne krátkej histórie Corporate Governance v Európe môžeme konštatovať, že Slovensko vzhľadom na svoje postavenie nováčika na poli trhovej ekonomiky sa k uvedeným iniciatívam postavilo veľmi aktívne a už v roku 2002 vznikol z iniciatívy Burzy cenných papierov v Bratislave prvý kódex správy a riadenia spoločností. V roku 2004 vznikla Stredoeurópska asociácia správy a riadenia spoločností, ktorá v roku 2008 zaktualizovala existujúci kódex a vydala Kódex správy a riadenia spoločností na Slovensku a pripravila vzorový formulár na vypracovanie Vyhlásenia CG (ďalej len „vyhlásenie“). V tom istom roku urobilo Slovensko ďalší významný krok keď zákonom o účtovníctve bola verejne obchodovaným spoločnostiam daná povinnosť prihlásiť sa k dodržiavaniu princípov Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku a zverejňovať vo výročných správach vyhlásenie na báze „comply or explain“.

Aby takto dobre nastavené východiská mohli prinášať aj želaný efekt v podobe vyššej transparentnosti správy a riadenia spoločností a určitých morálnych, ale aj praktických výhod pre spoločnosti, ktoré zverejňujú vo výročných správach vyhlásenie na požadovanej úrovni, je potrebné, aby na Slovensku existoval subjekt alebo subjekty zodpovedné za monitorovanie, hodnotenie a zverejňovanie úrovne dodržiavania princípov CG v spoločnostiach, ktoré sa ku kódexu CG prihlásili. V súlade s pridaným OECD princípom v roku 2004 by mal základný rámec správy a riadenia spoločností podporovať transparentný a efektívny trh, byť v súlade so zákonmi a jasne vymedzovať rozdelenie zodpovedností medzi rôznymi kontrolnými, regulačnými a donucovacími inštitú-

ciami. Takéto jasné vymedzenie a rozdelenie zodpovedností na Slovensku zatiaľ chýba čo je brzdou skvalitňovania a rozširovania implementácie princípov CG do ďalších spoločností.

Pri hľadaní funkčného riešenia pre Slovensko sa pozrime ako sa k otázke vymedzenia a rozdelenia zodpovednosti postavili v krajinách Európskej únie. Prístup členských krajín zďaleka nie je rovnaký, ale nesie v sebe určité jednotiace prvky.

V Belgicku monitoruje a zverejňuje úroveň vyhlásení Federation of Enterprices in Belgium a spoločnosť Guberna. S cieľom zvýšiť kvalitu vyhlásení dodržiavania jednotlivých princípov Belgian Corporate Governance Committe vydala v roku 2011 Practical Rules for High Quality Explaining.

V Dánsku monitoruje kvalitu vyhlásení Kodaňská burza cenných papierov a výsledky monitoringu zverejňuje na internete. Úroveň vyhlásení nehodnotí, trvá však na tom, aby sa spoločnosti vo svojich vyhláseniach vyjadrili jednotlivo ku každému princípu CG. Vyhlásenia v ktorých sa konštatuje, že spoločnosť dodržiava všetky princípy okrem uvedených, burza vráti na doplnenie. Burza výsledky svojho monitoringu postupuje Danish Securities Council, ktorý tiež kvalitu vyhlásení nehodnotí, hodnotenie ponecháva na stakeholderov spoločností. Úroveň dodržiavania princípov CG bola v roku 2010 v Dánsku 84,1 %. Dánsky kódex vydala a aktualizuje Committee on Corporate Governance.

Estónsky kódex vydala Financial Supervisory Authority (FSA) a jeho dodržiavanie vyžadujú burzové pravidlá NASDAQ OMX Tallin. FSA monitoruje dodržiavanie princípov CG a od roku 2008 publikuje prehľad úrovne podaných vysvetlení v štruktúre podľa princípov a dáva odporúčania na úpravy burzových pravidiel, prípadne legislatívy, ktoré zvýšia úroveň reportingu spoločností.

Fínsky kódex CG vydala a aktualizuje Finish Securities Market Association (FSMA), ktorú založili Confederation of Finish Industries EK, Central Chamber of Commerce of Finland a burza NASDAQ OMX Helsinki. FSMA monitoruje a hodnotí úroveň vyhlásení a vydáva správu Best Corporate Governance Reporting, v ktorej poukazuje na kvalitu vyhlásení troch najlepších spoločností. FSMA kladie dôraz na kvalitu vysvetlení a v januári 2012 vydala sprievodcu k vysvetleniam, ktoré spoločnosť uvádza keď sa odkláňa od niektorého princípu kódexu.

Vo Francúzsku existujú dva platné kódex, kódex AFEP (Francúzska asociácia privátnych spoločností) pre kótované spoločnosti a Middledext Code pre stredné a menšie spoločnosti. AFEP publikuje každý rok výsledky analýzy vyhlásení zverejnených kótovanými spoločnosťami. AMF (Úrad pre finančný trh) monitoruje vyhlásenia všetkých spoločností a každý rok vydáva správu a odporúčania na zvýšenie kvality vyhlásení.

V Holandsku aktualizuje a monitoruje dodržiavanie národného kódexu Corporate Governance Code Monitoring Committee, ktorá každoročne zverejňuje hodnotiacu správu. Úroveň uplatňovania kódexu verejne obchodovanými spoločnosťami dosiahla v roku 2010 takmer 100 %.

V Írsku monitoruje úroveň vyhlásení burza cenných papierov a Irish Association of Investment Managers, ktoré vydávajú hodnotiacu správu a odporúčania na zlepšenie úrovne podávaných vysvetlení. Burzové pravidlá vyžadujú, aby sa správnosť vysvetlení potvrdil aj auditor spoločnosti. Burza nekontroluje pravdivosť poskytnutých vysvetlení, ale neposkytnutie vysvetlení kvalifikuje ako porušenie burzových pravidiel.

V Litve vydala národný kódex Správna rada burzy NASDAQ OMX Vilnius. Burza monitoruje dodržiavanie kódexu a vydáva analýzu, ktorú prezentuje na seminári organizovanom burzou vždy na začiatku roka. Seminár je vedený formou diskusie a je zameraný na zvyšovanie kvality vysvetlení poskytnutých vo vyhláseniach.

V Luxemburgu vydáva ročnú správu o úrovni dodržiavania národného kódexu burza cenných papierov, ktorá výsledky svojej analýzy najprv jednotlivo konzultuje s každou spoločnosťou, až potom finálnu správu zverejní na internete.

V Poľsku sa každoročne organizuje národná súťaž o najlepšiu výročnú správu, v rámci ktorej je jedným z hodnotiacich kritérií aj kvalita vysvetlení podaných vo vyhláseniach CG. V roku 2011 vydali členovia hodnotiacej komisie publikáciu, v ktorej poukazujú na dobrú a zlú prax pri poskytovaní vysvetlení podaných vo vyhláseniach.

V Portugalsku je zodpovedná za monitoring dodržiavania národného kódexu Comissao do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), ktorá každoročne vydáva správu o úrovni dodržiavania kódexu aj o kvalite podaných vysvetlení. Správu pred zverejnením

konzultuje so všetkými dotknutými spoločnosťami. Okrem CMVM monitoruje úroveň implementácie odporúčaní CG aj School of Business & Economics Catolica Lisbon, zverejňuje správu o úrovni implementácie princípov CG a publikuje Index and Rating of Corporate Governance pripravovaný Portuguese Issuers Association (AEM).

V Rakúsku prebieha monitoring úrovne dodržiavania princípov CG štyrmi subjektami. Prvým orgánom je dozorná rada spoločnosti, ktorá kontroluje obsah vyhlásenia, druhým je auditor spoločnosti, ktorý formálne skontroluje či spoločnosť vyhlásenie pripravila. Tretím je Viedenská burza, ktorá kontroluje súlad vyhlásenia s burzovými pravidlami a môže tiež uložiť spoločnosti finančnú sankciu ak sú vo vyhlásení uverejnené nepravdivé alebo chybné informácie. Štvrtým subjektom je nezávislá externá inštitúcia, ktorá pravidelne, avšak najmenej raz za tri roky vyhodnotí úroveň vyhlásení a jej správa je zverejnená v samostatnej správe CG. Táto nezávislá externá inštitúcia je hlavným hnacím motorom zvyšovania informačnej kvality vyhlásení. V roku 2010 bola v Rakúsku úroveň dodržiavania princípov CG 91,1 %.

V Španielsku monitoruje úroveň vyhlásení Securities & Markets Authority (SMA), ktorá v rámci každoročnej správy o kapitálovom trhu sumárne vyhodnocuje aj kvalitu vyhlásení CG. S cieľom zvýšiť kvalitu podaných vysvetlení SMA analyzuje vzorku vysvetlení (v roku 2010 to bolo 647 vysvetlení) s najnižšou vypovedacou schopnosťou, ktoré zaradí do piatich kategórií (opakované, všeobecné, limitované, prechodné a špecifické). SMA analýzu publikuje najmä z „výchovných“ dôvodov. SMA má možnosť sankcionovať spoločnosti, ktoré uviedli vo vyhláseniach nepravdivé, chybné alebo zavádzajúce informácie.

Švédsky národný kódex vydala a aktualizuje Swedish Corporate Governance Board (SCGB). SCGB každoročne organizuje prieskum korporátnych informácií zverejňovaných na internete a publikuje závery prieskumu bez menovitého uvedenia spoločností vo svojej výročnej správe. Okrem všeobecného prieskumu sa každoročne zameria na jeden konkrétny princíp, napr. existencia a funkčnosť Výboru pre no-

minácie v sledovaných spoločnostiach a o výsledku podá samostatnú správu. Taktiež organizuje prieskum pod názvom Code Barometer, v rámci ktorého zisťuje znalosť a záujem o dodržiavanie národného kódexu medzi investormi a akcionármi. SCGB ponecháva hodnotenie kvality vyhlásení na stakeholderoch spoločností.

V Taliansku monitoruje a zverejňuje správu o úrovni implementácie národného kódexu obchodná spoločnosť Assonime, ktorá reprezentuje asociáciu Italian Public Companies. Analýzu dodržiavania princípov CG zverejňuje každoročne aj Talianska burza. Analýza burzy je v sumárnych číslach, nie podľa jednotlivých spoločností, ale podľa jednotlivých princípov, do akej miery ich spoločnosti dodržiavajú. Analýza burzy obsahuje aj vývoj úrovne doržievania princípov za obdobie ostatných piatich rokov.

Vo Veľkej Británii aktualizuje národný kódex a monitoruje jeho dodržiavanie Financial Reporting Council (FRC). Výsledky monitoringu FRC reportuje UK Listing Authority (súčasť FSA), ktorá zverejňuje správu anonymne bez zámeru „name & shame“. Institute of Company Secretaries & Administrators a Hermes organizujú súťaž úrovne vyhlásení CG.

Uvedený prehľad, aj keď nie je úplne konzistentný, dáva dostatočný obraz o tom, že v krajinách Európskej únie príslušné inštitúcie už roky venujú veľkú pozornosť monitoringu, vyhodnocovaniu a zverejňovaniu správ o úrovni vyhlásení CG a kvalite podaných vysvetlení, čím zvyšujú transparentnosť podnikateľského prostredia, bezpečnosť investícií a zužujú priestor pre korupciu. Proces zavádzania princípov CG sme na Slovensku dobre naštartovali a teraz je najvyšší čas dotvoriť efektívny regulačný rámec a jasne vymedziť a rozdeliť zodpovednosť príslušných inštitúcií za kontrolu, reguláciu a vypracovanie dodržiavania princípov dobrej správy a riadenia spoločností.

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

Analytické nástroje – cesta ku konkurenčnej výhode

Marian Bódi

Nedávna štúdia z dielne *MIT Sloan Management Review* a *IBM Institute for Business Value* ukázala, že sa nožnice medzi firmami, ktoré vidia potenciál a prínos analytických nástrojov a firmami, ktoré sa ich len chystajú využiť, stále výraznejšie otvárajú. Na základe výsledkov prieskumu, do ktorého sa zapojilo viac ako 4500 manažérov, identifikovali autori projektu 3 základné kompetencie, ktoré firmám umožňujú využiť analytické nástroje na posilnenie svojej konkurenčnej výhody.

Kompetencia č. 1: Manažment informácií

Firmy so silnou bázou riadenia informácií sú schopné lepšie riešiť podnikové priority. Ich robustná informačná základňa umožňuje zachytiť, kombinovať a využívať informácie z mnohých zdrojov a podľa prístupových práv ich zdieľať s jednotlivcami v rámci celej organizácie, a na prakticky každej úrovni. Schopnosť integrovať informácie naprieč oddeleniami sú poznávacím znamením “transformovaných organizácií”, ktoré sú až 4.9-krát úspešnejšie ako “skupina aspirantov”. Tieto firmy ovládajú rôzne techniky, ako riadiť dáta a vyvíjať architektúru na integráciu, prenos a ukladanie dát. Vo svete, kde množstvo dát neustále narastá, musia byť kvalitatívne štandardy nastavené konzistentne vo všetkých oddeleniach. Sú údaje získané z rôznych interných i externých zdrojov presné? Môžu byť použité rôznymi oddeleniami? Sú kompatibilné s existujúcimi procesmi? Môžu byť riadené v reálnom čase alebo len s malým odstupom?

Táto kompetencia zahŕňa aj prístup k správe dát, štrukturovaný prístup k riadeniu, ktorý je nastavený tak, aby sledoval plnenie strategických cieľov v porovnaní s alokáciou analytických zdrojov. Manažéri, ktorí musia prijať rozhodnutia na rozličných úrovniach organizácie, sa potom môžu spoľahnúť, že majú správne informácie, aby mohli robiť svoju robotu efektívne a príjmať rozhodnutia na základe relevantných infor-

mácií, pri využití analytických nástrojov v dennej operatívnej i pri tvorbe budúcich stratégií.

Transformované organizácie efektívne spravujú dáta (percentuálne porovnanie: Transformovaní vs. ašpiranti)

Solídna informačná základňa

- Efektívne integrovanie dát – 74 percent versus 15 percent
- Efektívne zachytenie dát – 80 percent versus 29 percent

Štandardizované procesy riadenia dát

- Využitie štrukturovaného procesu určovania priorít pri výbere projektov – 80 percent versus 45 percent
- Efektívne využitie biznisových pravidiel – 73 percent versus 39 percent

Dostupný a jasný prehľad

- Zabezpečenie prístupu k informáciám pre rozličné skupiny zamestnancov – 65 percent versus 21 percent
- Zabezpečenie reportov/prehľadov pre zamestnancov – 63 percent versus 16 percent

Kompetencia č. 2:

Analytické nástroje a schopnosti

Organizácie, ktoré nasadia analytické nástroje a rozvíjajú analytické zručnosti, zvyčajne dokážu zodpovedať aj ťažšie otázky ako ich konkurenti. Napríklad, ktorí klienti sú náchyľnejší využiť služby s vyššou maržou? Aký dopad bude mať zmena v dodávke na spokojnosť zákazníkov? Ako ovplyvnia špecifické nedostatky v dodávateľskom reťazci budúcu schopnosť dodať požadovaný tovar/službu? Táto kompetencia je kľúčová pre zodpovedanie najdôležitejších biznis otázok. Firmy ju môžu dosiahnuť interným rozvojom a školeniami, alebo externým náborom a outsourcingom v oblastiach, ako je pokročilé matematické modelovanie, simulácie a vizualizácie.

Pokročilé techniky a zručnosti zároveň umožňujú zakomponovať analytický prehľad a poznatky do biznisu tak, aby sa akcie diali na prvý pohľad bez vonkajšieho zásahu a automaticky. Vložené algoritmi automatizujú procesy a optimalizujú výstupy, čím odľahčujú zamestnancov od rutinných úloh (napríklad vyhľadávanie zákazníckych údajov pri spracovaní sťažnosti alebo opakované prepočítavanie premenných na určenie najvhodnejšej distribučnej trasy). Vďaka tomu majú jednotlivci čas využívať údaje a poznatky na zodpovedanie náročnejších otázok, ako napríklad ako využiť analytické nástroje na odhalenie podvodov alebo identifikovanie vzorcov správania.

Jedným z kľúčových faktorov, ako úspešne zvládnuť túto kompetenciu je vytvorenie pozície, tzv. analytických šampiónov. Transformované organizácie majú svojich šampiónov, ktorí dokážu rozbehnúť a riadiť aktivity, zdieľajú svoje skúsenosti a znalosti pri šírení využívania analytických nástrojov v rámci celej firmy. Títo špecialisti spájajú expertízu s hlbokým porozumením potrieb biznisu. Sú schopní poskytnúť poradenstvo, ako začať s analytickými nástrojmi, identifikovať zdroje potrebné na bežnú podporu.

Transformované organizácie rozumejú dátam (percentuálne porovnanie: Transformovaní vs. ašpiranti)

Rozvíjanie zručností

- Dostupnosť silných analytických zručností – 78 percent versus 19 percent
- Dostupnosť analytických šampiónov – 59 percent versus 18 percent

Robustná báza nástrojov a riešení

- Vynikajú vo vizualizačných nástrojoch – 74 percent versus 44 percent
- Vynikajú v analytickom modelovaní - 63 percent versus 28 percent

Prehľady/reporty potrebné pre prijímanie rozhodnutí

- Vytvorenie reportov/prehľadov, ktoré poskytnú bázu pre rozhodnutia – 75 percent versus 38 percent
- Využitie algoritmov na automatizovanie a optimalizáciu procesov – 68 percent versus 31 percent

Kompetencia č. 3: Kultúra orientovaná na dáta

Vo firme, ktorá vyznáva kultúru založenú na dátach, sa správanie, procesy a postoje konzistentne odvíjajú od princípu, že rozhodnutia na všetkých úrovniach sú založené na analýze údajov. Lídri, ktorí zvládli túto kompetenciu, razia zásadu, že rozhodnutia musia vyplývať z analýz a sú schopní vysvetliť, ako analytické nástroje pomáhajú firme uspieť v dlhodobom horizontne a dosiahnuť vytýčené vízie.

Takéto firmy majú tendenciu vynikať v inováciách a sú schopné sa odlišiť od konkurencie. Zvyčajne profitujú z „top-down“ mandátu, ktorý vo firme platí, a manažéri dokážu jasne artikulovať očakávania ako sa majú analytické rozhodnutia zladíť s podnikovými cieľmi. Transformované organizácie sú v tom až 5-krát lepšie ako „ašpiranti“. V takýchto firmách sú vysoké očakávania. Skôr ako dajú zelenú novej službe, ponuke alebo zmene v operatívne, manažéri sa obrátia na analytikov, aby podopreli svoje rozhodnutie faktami. Sú presvedčení o prínose analytiky pri prijímaní rýchlejších a presnejších rozhodnutí, a to aj v dennej operatívne. Zamestnanci sa môžu spoľahnúť, že majú relevantné informácie, aby urobili správne rozhodnutia. Majú voľnosť pri inovovaní. Transformované organizácie sú až 2-krát otvorenejšie novým poznatkom ako „ašpiranti“.

Transformované organizácie reagujú na základe dát (percentuálne porovnanie: Transformovaní vs. ašpiranti)

Líderstvo postavené na faktoch

- Otvorenosť novým myšlienkam, ktorú nabúravajú zabehnutú prax – 77 percent versus 39 percent
- Jednotlivci majú všetky údaje potrebné na prijímanie rozhodnutí – 63 percent versus 16 percent.

Stratégia a operatíva na báze reportov a prehľadov

- Riadenie budúcich stratégií za pomoci analytiky – 72 percent versus 15 percent
- Riadenie každodennej operatívy za pomoci analytiky - 67 percent versus 15 percent.

Analytika ako strategické aktívum

- Využitie analytiky ako kľúčovej súčasti biznovej stratégie a operatívy – 72 percent versus 15 percent
- Nárast využívania analytiky v poslednom roku – 70 percent versus 34 percent

	Ašpiranti	Skúsení	Transformovaní
Percento respondentov	32 %	45 %	24 %
Využitie analytiky	Začiatocníci	Pokročilí užívatelia	Skúsení a sofistikovaní užívatelia
Využitie analytiky	Pomôcka pri rozhodovaní o finančnom riadení a riadení dodávateľského reťazca	Pomôcka pri plánovaní budúcich stratégií a rastúci dôraz na analytiku pri marketingových a operatívnych aktivitách	Nástroj využívaný pri rozhodovaní v dennej prevádzke a pri plánovaní strategických rozhodnutí v celej organizácii
Manažment informácií	Málo implementovaných štandardov, osamotené využitie pri špecifických aktivitách	Rozbehnutá integrácia dát v rámci celej firmy	Firemné údaje poskytujú integrovaný pohľad na biznis s rastúcim zameraním na neštrukturované data
Analytické nástroje	Primárne využívajú spreadsheetsy	Rastúce portfólio analytických nástrojov	Rozsiahle portfólio nástrojov na podporu pokročilého analytického modelovania
Analytické schopnosti	Ad hoc analýzy v prípade potreby, majú problém s náborm talentovaných pracovníkov v oblasti analytiky	Majú zastúpených analytikov v jednotlivých LOB s rastúcim zameraním na externý nábor skúsených pracovníkov	Mnohé firmy kombinujú LOB s centrálnymi oddeleniami, budujú „governance“ a pokročilú analytickú zručnosť
Kultúra	Manažéri sa zameriavajú na každodenné aktivity	Sú otvorení novým myšlienkam, ale chýba líderstvo na najvyššej úrovni a experti, ktorí by pomáhali presadzovať zmeny	Silný mandát z najvyšších miest k využívaniu analytiky, podporujú kultúru otvorenú novým nápadom a majú expertov, ktorí budujú metodológiu a zručnosť

Každá z týchto kompetencií je kritická pre dosiahnutie potrebnej úrovne využitia analytiky. Práve zvladnutím týchto kompetencií dokážu transformované organizácie riadiť dáta a fungovať na základe relevantných údajov, a tým získavajú konkurenčnú výhodu.

Aké sú možnosti využitia analytických nástrojov?

► Lepšie porozumenie klientom:

- redukcia odchodu klientov ku konkurencii
- optimalizácia nákladov na marketing
- vyššia produktivita obchodníkov

Napríklad: ADP, najväčší poskytovateľ mzdových a HR služieb na svete, využíva prediktívnu analytiku na identifikáciu nových príležitostí vďaka holistickému 360 stupňovému klientskému programu. Získaním informácií o spotrebiteľskom správaní odhalil príležitosti na up-sell. Schopnosť rozvíjať špecifické obchodné príležitosti na základe informačných vzorcov a trendov dáva obchodnej sieti ADP oveľa väčšiu šancu na úspech. V biznise, kde na vybavenie jedného stretnutia je potrebné urobiť 100 až 200 telefonátov, obchodníci ADP sú často schopní uspieť už pri menej ako 10 telefonátoch.

► **Optimalizácia rozhodnutí v reálnom čase**

- výhoda pri vyjednávaní s dodávateľmi
- ochrana pred podvodmi (fraud manažment)
- možnosť prijímať rozhodnutia v reálnom čase

Napríklad: Kalifornská agentúra sociálnych služieb (California's Alameda County Social Services Agency) pracuje s prvým integrovaným systémom sociálnych služieb (SSIRS) svojho druhu, ktorý pomáha agentúre pochopiť všetky interakcie s poberateľmi. SSIRS pomáha pracovníkom optimalizovať mix služieb, ktoré poskytujú jednotlivým klientom, znižovať preplatky, kontrolovať zbytočné výdavky a zvyšovať produktivitu. Benefity sú pôsobivé. Reporting, ktorý kedysi trval dni sa teraz realizuje priebežne v reálnom čase – čo už v prvom roku prinieslo úsporu 7 miliónov USD. Elimináciou 11 tisíc zdvojených výplat, 600 prípadov zdvojených záznamov a 22 tisíc prípadov nesprávne nastavených služieb sa ušetrilo 11 miliónov USD. Systém zvýšil produktivitu zákazníckych služieb o 50 percent, čo prinieslo úsporu ďalších 3 miliónov USD. Najdôležitejšie však je, že agentúra dokáže vďaka informáciám v reálnom čase pomôcť ľuďom, ktorí ich služby skutočne potrebujú. Rovnako tak množstvo inštitúcií poskytujúcich služby verejného či sociálneho poistenia využíva nástroje fraud manažmentu, ktorý prostredníctvom porovnávania skutočných žiadostí s nadifinovanými modelmi správania automaticky identifikujú potenciálne prípady podvodov a znižujú podiel nevybraného poistného.

► **Prijímanie spoločných rozhodnutí na základe relevantných informácií**

- lepšie služby poskytované klientom
- lepšie riadenie predajných kanálov
- efektívnejšie riadenie nákladov viazaných v obchodnom cykle
- Aktuálny forecasting s možnosťou modelovania „what if“ scenárov

Napríklad: Assurant Solutions, poskytovateľ predplateného poistného pre vydavateľov kreditných kariet, má veľký záujem udržať spokojnosť volajúcich klientov, pričom udržanie zákazníkov v tomto odvetvi je vnímané ako veľký problém. Spoločnosť vytvorila inovatívny spôsob ako uspokojiť zákazníkov – vytvo-

rením analytického riešenia (RAMP) pre svoje call centrá. Systém pracuje s informáciami o zákazníkoch a agentoch, vďaka čomu je systém schopný ich automaticky namapovať a prepojiť klienta na najvhodnejšieho agenta a tým lepšie uspokojiť jeho potreby a zvýšiť príjmy. Assurant Solutions dokázali zvýšiť celkový počet „zachránených“ zákazníkov o 49 percent.

► **Lepší prehľad o firme**

- strategické odladenie biznisu
- riadenie rizika
- lepší prehľad o dopyte

Napríklad: Veľký medzinárodný potravinový konglomerát konsolidoval všetky operatívne údaje do jednotného business intelligence systému. Vďaka jednotnému prehľadu sa firme napríklad podarilo zvýšiť efektívnosť dodávok so obchodov o 89 percent.

Analytické nástroje pomáhajú firmám vybudovať konkurenčnú výhodu. Firmy tak získajú prístup k informáciám, o ktorých v minulosti ani netušili, a dokážu odhaliť nové obchodné príležitosti. A tento trend začína byť viditeľný aj na Slovensku.

*Autorom článku je Marian Bódi
Finančný riaditeľ IBM Slovensko s.r.o.*

Eurozóna a jej makroekonomické nerovnováhy

Robert Auxt

V poslednej dobe sú slová ako euroval, eurokríza a dlhová kríza viac než mediálnymi senzáciami, ale čoraz viac začínajú postihovať nielen samotné krajiny eurozóny, ale aj spotrebiteľa, firmy a do určitej miere aj globálny ekonomický vývoj. Je teda normálne, že ľudia často pátrajú po odpovediach na otázku ohľadne súčasného ekonomického vývoja. Na stôl sa tak dostávajú rôzne teórie, ktoré často nekončia iba pri čisto ekonomickej diskusii, ale naberajú veľmi často aj emocionálny podtón. Na takomto základe sa postupne buduje verejná mienka, ktorá sa rýchlo mení z proeurópsku na protieurópsku. V súčasnosti je pomerne ľahké donekonečna vyťahovať škandalózne finančné a ekonomické hospodárenie v Grécku a prípadne iných krajinách, ale je skutočná vina, alebo nevina iba na strane pár „GIIPS“ a komerčných bánk, alebo ide o niečo systematickejšie ako naznačujú príklady z Grécka, Portugalska či Írska? V neposlednom rade sa čoraz častejšie vynárajú obavy z inflácie z dôvodu operácií ECB, ale aj prípadné dopady fiškálnej konsolidácie na rast ekonomík. Tieto problémy sú nové a prvýkrát sa priamo dotýkajú ekonomického vývoja na Slovensku z dôvodu členstva v Eurozóne. V prvom rade je treba identifikovať problém, ktorý pre veľa ľudí asi nebude úplne očividný, keďže je často ukrytý pod vrstvou symptómov a nie veľmi šťastne formulovaných článkov a analýz.

Jadro problému: inflačný diferencál

Projekt eurozóny bol od začiatku, ambiciózny a v podstate predstavoval historický precedens v novodobých dejinách, ktorý sa dá azda porovnať, len s vývojom v Spojených Štátoch amerických v 18. storočí a neskôr v 20. storočí (v roku 1933 sa dokonca dolárová monetárna únia dočasne aj rozpadla keď Chicago FED prestal požičiavať New York FEDu, čo limitovalo presun peňazí v rámci únie). Základom pre dlhodobu udržateľnú menovú úniu je predovšetkým predpoklad makroekonomickej konvergenie a v prí-

pade, ak nedôjde k takémuto vývoju, je možné, že určité nerovnováhy povedú k špekulatívnym bublinám v aktívach, cene práce, deficitom verejnej správy a krachom určitých krajín a subjektov (ako napríklad bánk), čo v konečnom dôsledku vedie k rozpadu. V prípade eurozóny je najvážnejší problém v cenových hladinách (inflačný diferencál), ktoré sa cez tri hlavné kanály prenášajú do makroekonomických nerovnováh:

- (i.) Konkurencieschopnosti
- (ii.) Reálna cena pôžičiek (reálny úrokový diferencál) a pohyb kapitálu
- (iii.) Interné nerovnováhy a pôžičky

V prvom rade inflačný diferencál má kľúčový dopad na cenovú atraktivnosť exportu danej krajiny (konkurencieschopnosť) a v prípade, ak sa krajina nachádza v menovej únii, tak sa jej schopnosť manipulovať relatívne ceny (reálny efektívny výmenný kurz – tzv. „real effective exchange rate“) a platy (nominálna jednotková cena práce – tzv. „nominal unit labour cost“) cez devalváciu meny znižuje na nulu, čiže jediný kanál na vyrovnávanie konkurencieschopnosti je len zvýšenou flexibilitou na strane platov a relatívnych cien. V prípade ak sú tieto trhy rigidné, tak krajina môže prudko stratiť konkurencieschopnosť (ide hlavne o prípad Grécka).

Reálny úrokový diferencál na druhej strane spôsobuje zvýšený dopyt po kapitále v krajinách s vyššou infláciou (historicky ide o krajiny GIIPS). V princípe ide o efekt tzv. „požičiavania si“, kde krajiny s vysokými reálnymi úrokovými sadzbami si požičiavajú cez finančný systém kapitál, ktorý je väčšinou použitý na špekulatívne investície (napríklad do nehnuteľností, čiže tzv. „non-tradables“ – čo je príklad Španielska a Írska), alebo spotrebu (príklad Grécka). Ak tieto kapitálové toky sú nekontrolované tak samé spôsobujú infláciu (v tzv. „non-tradables“), čo ešte pre-

hlbuje reálny úrokový diferenciál. Nakoniec takéto bubliny (platové alebo realitné) splasnú a de facto zbankrotujú finančný sektor aj samotnú krajinu.

Nadmerné interné pôžičky (bez prílevu externého kapitálu) môžu vyvolať zvýšenú infláciu a prílišné zadĺženie. Vyššia inflácia tak cez kanál konkurencieschopnosti, alebo reálnej úrokovej miery pôsobí škodlivo na celkový ekonomický vývoj. Navyiac má takéto vývoj v štruktúre ekonomiky aj nepriamy vplyv na potenciálny rast HDP cez exportný kanál (ide hlavne o prípad Talianska, Grécka a Španielska).

Bruselská abecedná odpoveď: EFSF, EFSM, ESM, EIP, TSCG, EDP, PSI, SMP a LTRO

Hlavný problém tvoria naakumulované makroekonomické nerovnováhy, avšak ich odstránenie je zdĺhavý proces. V podstate sa dlhová kríza vyvinula z finančnej krízy v roku 2008, kedy došlo k ekonomickej kontrakcii vo väčšine rozvinutých krajín sveta a prinútili krajiny k fiškálnym stimulom a pomoci bankovému sektoru, kde sa nerovnováhy bolestivo prejavili hlavne enormným nárastom verejného dlhu (ozdravovanie bánk a stimuly), nízkym rastom HDP (limitovaná konkurencieschopnosť) a vyššou dlhovou službou (zníženie ratingov). Problémom bolo, že krajiny ako napríklad Írsko a Island mali neúmerne nafúknutý finančný sektor v pomere k svojmu HDP a podobne, ako Španielsko, aktíva v týchto inštitúciách boli priveľmi koncentrované na realitný sektor.

V prípade krajín GIP začalo rýchlo dochádzať na nemožnosť refinancovania sa na kapitálovom trhu, ktorý bol založený hlavne na relevantných fundamentoch, ale aj na nepriaznivú dynamiku v očakávaní samotných výnosov z dlhopisov problematických štátov. V prípade naplnenia sa týchto očakávaní bez interferencie ECB, alebo samotných štátov by zrejme došlo k postupnému bankrotu i vo fiškálne silnejších krajín ako je Taliansko a Španielsko, čo by už bolo miesto, z ktorého by nebolo cesty späť.

Odpoveď na upokojenie trhov prišla v podobe tzv. „back stops“, alebo „firewalls“ (EFSF, EFSM a naposledy ESM), ktoré slúžia na poskytnutie dostatočnej likvidity na čas, ktorý je potrebný na vyrovnanie makroekonomických nerovnováh a taktiež na odizolovanie šírenia sa finančnej nákazy, hlavne vo forme samo sa naplňujúcich sa očakávaní.

Ďalšou a veľmi páľčivou otázkou, ktorá sa vynorila ako kritická, je fiškálna disciplína krajín GIIPS, ktoré

si roky mohli užívať lacný kredit a tak financovať vysoké deficity. V tomto prípade bolo nutné nastoliť dôveru trhov v podobe posilneného ekonomického riadenia eurozóny a EÚ vo forme posilneného EDP („Excessive Deficit Proceedure“) pomocou dodatočných regulácií (tzv. „six pack“) a v poslednom rade aj zmluvou o fiškálnom kompakte (TSCG – Treaty on Stability, Convergence and Governance). V spojení tieto nástroje fiškálnej disciplíny nútia krajiny na redukciu nominálneho deficitu udržateľným spôsobom pod 3% HDP, ale aj na dosiahnutie špecifického strednodobého cieľa (tzv. „medium-term-objective“, alebo MTO), ktorý pojednáva o štrukturálnom deficite, čiže o čísle očistenom o ekonomické cykly. Nakoniec zmluva o fiškálnom kompakte ide o krok ďalej a podobne, ako v prípade MTO pojednáva o štrukturálnom deficite, ktorý by však v prípade krajín eurozóny nemal prekročiť 0.5% HDP a jeho implementácia by mala byť podmienená sankciou. Otázne je však nakoľko bude táto fiškálna konsolidácia efektívna pri znižovaní dlhov, keďže fiškálne opatrenia budú musieť prebehnúť naraz vo väčšine krajín eurozóny v podmienkach, ktoré dnes nie sú veľmi optimálne z dôvodu zníženého interného dopytu a zhoršujúceho sa externého prostredia. Agregátny dopad týchto cyklických opatrení v kombinácii s nízkym globálnym rastom môže spôsobiť v ekonomikách silnejšiu krátkodobú kontrakciu, ako môže byť sociálne zniesiteľné. Krajiny eurozóny sa snažia zmierňovať tieto krátkodobé účinky fiškálnej konsolidácie štrukturálnymi reformami, ktoré sú však účinné zo strednodobého hľadiska, čiže bolesť z fiškálnej stratégie eurozóny bude pravdepodobne veľmi citeľná v najbližších rokoch.

Ak dôjde k zvýšeniu fiškálnej disciplíny, nemusí to znamenať automatický návrat stability a rastu v prípade ak pretrvávajú makroekonomické nerovnováhy. K náprave týchto nerovnováh má slúžiť EIP (tzv. „excessive imbalance procedure“), ktorý určuje maximálne hodnoty makroekonomických nerovnováh a núti krajiny o ich nápravu pod hrozbou sankcií. Tento nástroj by v ideálnych podmienkach mal nútiť krajiny, ako je Grécko k internej devalvácii a zníženiu rizika vzniku nových bublín, ako to bolo v prípade Španielska a Írska.

V neposlednom rade svoj diel práce odviedla aj samotná ECB, ktorá v podobe nákupu dlhopisov cez SMP („Securities Market Programme“) držala výnosy

v udržateľnom pásme a na druhej strane nahradiť medzibankový a kapitálový trh pomocou dvoch dlhodobých LTROs („Long Term Refinancing Operations“), ktoré odvrátili najakútnejšiu hrozbu deleveringu a tzv. „credit crunch“.

Dnes je ešte veľmi predčasné hovoriť o úspechoch alebo neúspechoch snaženia sa eurozóny na ukončenie dlhovej krízy, ale viaceré indikátory, poukazujú na stabilizáciu trhov. Otázne je, či nastane výraznejší návrat ekonomického rastu v krajinách periferie, čo je v súčasnosti otázkou číslo jedna, hlavne po úspešnom PSI („Private Sector Involvement“) v Grécku.

Inflačný strašiak

V poslednom čase je veľmi diskutovaná téma inflácia, a to aj z dôvodu pomerne vysokej inflácie na Slovensku (de facto druhá najvyššia v eurozóne hlavne v nadväznosti na operácie ECB v podobe dvoch LTROs.

V prípade inflačných tlakov a všeobecnej diskusie o nej musíme v prvom rade rozlišovať dočasné a často externé vplyvy, ako je napríklad cena ropy („brent crude“) a vnútorné, ako je to v prípade produkčnej medzery inflačných očakávaní, nepriamych daní a kontrolovaných cien. V neposlednom rade je dôležité si dať tieto veličiny do širšieho kontextu v rámci monetárnej politiky a to hlavne vo veľmi diskutovanej téme v otázke LTRO a jej dopadu na infláciu (a očakávania).

V súčasnosti je miera inflácie v Eurozóne (HICP) spôsobovaná najmä zvýšenými cenami energií, ktoré prispeli 1.0 pb k celkovej inflácii 2.7 pb (ďalšie hlavné príspevky boli v prípade nepriamych daní 0.2 pb a kontrolovaných cien 0.4 pb). V prípade energií je cena ovplyvňovaná najmä vysokými cenami ropy, kde sa ceny za barel pohybujú na historických maximum (priemerná cena za február dosiahla EUR 91.2 za barel). Je teda možné hovoriť o inflačnej prirážke, z dôvodu geopolitických rizík na blízkom východe, ako o náraste tzv. „core inflation“, alebo inflácii očistenej od vplyvu cien energií a potravín. Na druhej strane zatiaľ nič nenaznačuje, že v dôsledku rozšírenia menovej bázy v dôsledku menovej politiky ECB by malo dôjsť k prudkému skoku v očakávanej inflácii, čo potvrdzujú aj prieskumy medzi spotrebiteľmi, ktoré sa pohybujú okolo 2%. Určitým komunikačným problémom ECB je to, že viaceré médiá automaticky vnímajú rozširovanie súvahy ECB, ako

„tlačenie peňazí“, ktoré následne banky vložia naspäť na depozitné účty v ECB. V prvom rade rozširovanie súvahy ECB, v prípade LTRO transakcií, nemá priamy vplyv na infláciu ani na monetárne agregáty. V prípade monetárnych ukazovateľov sa začiatkom druhého polroka 2011, začalo prejavovať oddľžovanie (deleveraging) bánk, ktoré prudko znížilo rast peňažnej zásoby M3 z 2.8 % na 1.6 %. Tento vývoj bol symptómom problému s likviditou na kapitálovom trhu (hlavne možnosť refinancovania starých dlhopisov za použitia tzv. „term funding“), ktorý začal vyúsťovať v tzv. „flow deleveraging“, kde viaceré banky obmedzili úvery do reálnej ekonomiky. Naviac EBA (European Banking Authority) pritvrdila svoje štandardy a európske banky musia mierne navýšiť svoj Core Tier 1 na 9 % k 30. júnu 2012, čo je považované všeobecne za procyklický krok, ktorý môže čiastočne prehĺbiť deleveraging. Stav s likviditou a kapitálovou primeranosťou sa stabilizuje, ale stále ostáva vážny, čiže banky v krátkodobom výhľade nemajú priestor prispievať novými úvermi do ekonomiky, čo sa premieta pod nízky rast M3. V poslednom rade, mierne negatívny ekonomický rast v eurozóne, ktorý komisia odhaduje na úrovni -0.3 % na rok 2012 znamená prehĺbenie produkčných medzier a nízky rast platov, z čoho vyplýva slabý interný dopyt, ale aj fiškálne škrty budú do veľkej miery tmiť infláciu v krátkodobom horizonte.

Celkovo je teda možné hovoriť, že riziko inflácie je reálne v podobe zvyšovania ceny energií, ktoré však budú tlmené nízkym dopytom a prebiehajúcim ozdravovaním bánk. V prípade Slovenska je vysoká inflácia (HICP) spôsobená hlavne zmenou regulovaných cien, kde celkový príspevok dosiahol 2.1 pb a daňami (0.9 pb), čiže ide skôr o dočasné vplyvy, ktoré nebudú mať dlhodobější efekt na infláciu.

Slovensko a dlhová kríza

Slovensko ako člen eurozóny musí striktne spĺňať svoje záväzky v rámci Paktu stability a rastu (SGP – „Stability and Growth Pact“), kde v súčasnosti Slovensko spadá, a tiež procedúry nadmerného deficitu EDP („Excessive Deficit Procedure“) podľa ktorej sa fiškálny deficit musí dostať pod 3% do roku 2013 a potom kontinuálne znižovať štrukturálne saldo v priemere o 0.5% až pokiaľ nedôjde k dosiahnutiu špecifického cieľa MTO a fiškálnym kompaktom (štrukturálny deficit pod 0.5% v bežných cenách).

Podľa súčasných projekcií bude musieť Slovensko vynaložiť úsilie v hodnote 1,9 % HDP v roku 2013, čo predstavuje sumu vyše 1,4 mld. EUR, aby sa vyhlo sankciám zo strany EÚ. Po tomto období však bude potrebné verejné financie znižovať o sumy nad 500 mil. EUR ročne na obdobie do roku 2016-2017, aby došlo k splneniu dodatočných kritérií v podobe fiškálneho kompaktu. Tieto čísla sa však v neposlednom rade budú odvíjať hlavne od rastu HDP, ktorý sa odhaduje medzi 2,7-3,7 % na roky 2013-2014 v prípade ak nedôjde k zhoršeniu dlhovej krízy.

Fiškálne pravidlá v rámci SGP sú tvrdé, otázka je však, či je to pre Slovensko výhodné a hlavne aký to bude mať dopad na celkový ekonomický rast. Slovensko má v tomto ohľade miernu výhodu, keďže

naša ekonomika má pomerne malý fiškálny multiplikátor (rádovo okolo 0,4), čo znamená, že fiškálna konsolidácia na úrovni 1,9 % HDP v roku nám ukrojí iba 0,7 % z celkového HDP za rok 2013 v prípade, ak dôjde ku konsolidácii v pomere 40 % na strane výdavkov a 60% na strane príjmov.

V súhrne nás v eurozóne zrejme čaká obdobie škrtov, nižších rastov a vyrovnávanie makroekonomických nerovnováh, ktoré však na druhej strane môže zaručiť dlhodobejšiu udržateľnosť verejných financií a konkurencieschopnosť.

*Autorom článku je Robert Auxt
Generálny radca MF SR*

Možnosti investovania voľných zdrojov do neštandardných derivátov

Boris Šturc - Natália Žoldáková

Tento článok pojednáva o možnosti využitia niektorých exotických opcií pri zabezpečovaní cien komodít alebo menových pozícií pre podnikateľské subjekty, a takisto o možnostiach ich špekulatívneho využitia.

Ako sa líšia exotické opcie od jednoduchých tzv. vanilla opcií.

Na finančných trhoch sa za exotické opcie považujú finančné deriváty, ktoré sa líšia od opcií typu vanilla svojim komplexnejším prístupom k potenciálnym klientom. Tieto deriváty sa bežne obchodujú na tzv. over-the-counter (OTC) trhoch. Exotické opcie sa od vanilla opcií líšia tým, že výplata v čase expirácie opcie nezávisí len od hodnoty podkladového aktíva v čase expirácie, ale tiež od jeho hodnoty v určitých okamihoch v priebehu životnosti opcie (napríklad ázijská opcia, ktorá závisí od určitého priemeru hodnôt, lookback opcia, ktorá je závislá od maxima alebo minima dosiahnutého v priebehu životnosti opcie, bariérová opcia, ktorá prestáva existovať, pokiaľ je, resp. nie je podkladovým aktívom dosiahnutá určitá cenová bariéra, atď.)

Takisto môžu byť stanovené určité ďalšie práva spojené s možnosťami kúpnej a predajnej opcie.

K najviac obchodovaným exotickým opciám patria opcie na dve rôzne podkladové aktíva, opcie na opcie, bariérové opcie, binárne opcie a ázijské opcie.

Bariérové opcie na dve podkladové aktíva

K najčastejšie obchodovaným exotickým opciám patria bariérové opcie. Bariérové opcie (Barrier options), sú opcie, ktorých fungovanie je závislé na konkrétnom vývoji ceny podkladového aktíva - na prekročení určitej cenovej hladiny- bariéry. Až po prekročení bariéry sa bariérová opcia stáva platnou, resp. neplatnou.

Bariérové opcie môžu existovať aj ako kúpne (call), tak aj predajné (put) opcie. Súčasne môžu existovať ako európsky typ opcie (opciu si majiteľ môže uplatniť v deň expirácie), tak aj americký typ opcie (opciu si majiteľ môže uplatniť kedykoľvek do dňa expirácie).

Bariérové opcie sa delia podľa toho, či prekročenie stanovenej bariéry má za dôsledok vznik opcie (tzv. in opcie) alebo naopak prekročenie tejto bariéry má za dôsledok zánik opcie (tzv. out opcie). In opcie sú na začiatku svojej existencie bezcenné a až v okamihu, keď cena podkladového aktíva prelomí hranicu (tzv. knock-in bariéru), stávajú sa tieto opcie aktívnymi. Out opcie sú aktívne od začiatku svojej existencie a v situácii, keď cena podkladového aktíva stanovenú hranicu (tzv. knock-out bariéru) prelomí, stávajú sa neplatnými. Súčasne sa u týchto opcií rozlišuje, či je bariéra prelomená zhora (down opcie) alebo zospodu (up opcie). Kombináciou vyššie uvedených možností môžeme v definovať štyri základné druhy bariérových opcií:

Up-and-Out: opcia začína ako aktívna a stane sa neaktívnou, keď cena podkladového aktíva prekročí určenú bariéru zospodu.

Up-and-In: opcie začína ako neaktívna, cena podkladového aktíva sa na začiatku nachádza pod stanovenou bariérou a opcia je aktivovaná až následným prelomením tejto bariéry.

Down-and-Out: opcia prestáva existovať v okamihu, keď cena podkladového aktíva prelomí stanovenú bariéru zhora.

Down-and-In: opcia sa stáva aktívnou vo chvíli, keď cena podkladového aktíva zhora prelomí stanovenú bariéru.

Je logické, že pokiaľ má napríklad spotová cena podkladového aktíva prelomiť stanovenú hranicu zhora,

nachádza sa v okamihu vypísania takejto opcie cena nad touto hranicou a naopak.

Jedným z najdôležitejších problémov bariérových opcií je určenie ich správnej ceny a podmienok, z ktorých táto cena bude vychádzať. Je logické, že súčet cien out opcií sa musí rovnať cene vanilla opcie a tak tiež to platí pre súčet in opcií.

Oceňovanie bariérových opcií

Na základe vyššie uvedeného je zrejma vlastnosť bariérových opcií a tou je ich nižšia cena oproti vanilla opciám. Bariérové opcie sú veľmi podobné klasickým vanilla opciám, a práve existencia jednej alebo dvoch bariér je jednou z ich zásadných oproti bežným opciám.

Čo sa týka nižšej ceny bariérových opcií než je cena vanilla opcií, tak tá je spôsobená menšou pravdepodobnosťou toho, že k uplatneniu opcie skutočne príde. Je tu totiž riziko, že opcia vôbec nebude aktivovaná (knocked in) alebo, že bude deaktivovaná (knocked out) ešte pred svojou expiráciou. Opcie s dvojitou bariérou opäť sú o niečo lacnejšie než opcie s jednoduchou bariérou a to preto, že opcie s dvojitou bariérou majú dve spúšťacie bariéry, pričom prekročením ktorejkoľvek z nich môže prísť k zaniknutiu opcie.

Oceňovanie bariérových opcií je o niečo komplikovanejšie než vanilla opcií, pretože ich výsledná cena závisí okrem vývoja ceny podkladového aktíva ešte na ďalšej premennej, ktorou je cenotvorná udalosť (sú takzvané path-dependent). Z tohto dôvodu sa na oceňovanie bariérových opcií nedá použiť Black-Scholesov model a preto sa používajú iné modely ako je napr. metóda Monte-Carlo alebo binomický model.

Metóda Monte Carlo

V roku 1977 sa prvýkrát v oblasti financií začal používať Boylov model „Monte Carlo“ (MC). Ide o simulačnú metódu, ktorá v sebe zahŕňa generovanie veľkého objemu numericky simulovaných realizácií postavených na systéme tzv. „náhodnej prechádzky“ (ang. Random walk), ktorou sa prenesene uberať cena podkladového aktíva. Tieto simulované realizácie sú používané práve k oceňovaniu finančných derivátov. Výhodou MC simulácie je jej jednoduchosť a flexibilita. Používanie MC ako metódy slúžiacej k oceňovaniu tzv. path-dependent derivátov (teda derivátov, pri ktorých záleží nielen na konečnej hladine ich ceny,

ale aj na určitých faktoroch, ktoré sa prejavili počas ich predchádzajúceho „života“) sa stáva stále častejším, pretože sa tieto produkty stávajú stále komplikovanejšími. Ďalšou zrejmu výhodou tohto modelu pred inými oceňovacími postupmi je, že týmto modelom je možné oceňovať oveľa efektívnejšie deriváty založené na niekoľkých podkladových aktívach. Samozrejme, že táto metóda má tiež svoje nedostatky. Potenciálnou nevýhodou je skutočnosť, že štandardná chybová odchýlka odhadu rastie so štvorcom (druhou mocninou) počtu pokusov. K oceňovaniu bariérových opcií na dve podkladové aktíva sa používa vzorec vytvorený Katom a Heynenom.

Zaistenie

V literatúre je ako príklad použitia bariérovej opcie na dve podkladové aktíva často citovaný príklad pochádzajúci od Espena Gaardnera Hauga. Použitie bariérových opcií na dve podkladové aktíva je tu prezentované ako lacnejšia alternatíva klasickej menovej opcie a je prezentované na príklade nórskeho producenta ropy, ktorý predáva ropu klasicky za americké doláre (USD). Producentov príjem je v nórskejších korunách (NOK) a závisí nielen na cenách ropy na svetových trhoch, ale tiež na kurzu NOK/USD. Producent sa teda musí zaistiť menovou opciou proti menovému riziku. Použije opciu na dve podkladové aktíva, kde jedným bude cena ropy a druhým bude kurz NOK/USD. Ideálna opcia preto bude menová opcia, ktorá zanikne (bude takzvané knocked out) vo chvíli, keď cena ropy vzrastie na určitú hranicu a producent ropy už nebude nútený svoju menovú pozíciu zaistiť. Z tohto hľadiska bude bariérová opcia na dve podkladové aktíva lacnejšia než štandardná menová opcia, pričom bariérová opcia bude danému subjektu poskytovať porovnateľné zaistenie. Pokiaľ chceme byť súčasne poistení proti nečakanej korekcii a súčasne neočakávame pád trhu, môžeme použiť bariérovú Down-and-In put opciu, ktorá bude plniť za nižšiu cenu rovnaký účel ako klasická predajná opcia. Pokiaľ naopak veríme, že trh porastie, ale nedosiahne určitú úroveň, môžeme zhodnotiť investíciu, keď kúpime Up-and-Out kúpnu opciu. Väčšina bariérových opcií na dve podkladové aktíva slúži k zaistovaniu obchodov, kde prichádza ku konverzii dvoch mien. Obzvlášť sú dôležité pre medzinárodný obchod s rôznymi komoditami, ako je napríklad ropa (viď vyššie uvedený príklad). Vhodnou voľbou takejto

opcie si vlastne presne vymedzujeme oblasť zaistenia touto opciou, teda prípady, v ktorých existuje určitá hrozba. K tomuto nastaveniu nám slúži stanovenie konkrétnych bariér.

Špekulácia

Ako príklad bola zvolená jednoduchá bariérová menová opcia, ktorá môže byť v prípade potreby viazaná na určité ďalšie aktívum a môže sa tak zmeniť v opciu na dve podkladové aktíva. Môžeme si predstaviť situáciu, keď je opcia vo vzťahu k realizačnej cene tzv. out-of-the-money. Pokiaľ budeme uvažovať príklad klasickej vanilla call opcie s realizačnou cenou 1,55 USD/ kanadský dolár call, ktorá dáva majiteľovi právo kúpiť USD za kanadské doláre v kurze 1,55 s časom jedného mesiaca do expirácie. Daná mena sa v súčasnej dobe obchoduje za 1,54. Pokiaľ uvažujeme o rovnakej opcii typu put, teda opcii viazanej na kurz 1,55 USD/ kanadský dolár, ktorá má knock-out bariéru 1,50, bude táto opcia lacnejšia než klasická opcia typu vanilla a pritom splní rovnakú funkciu. Lacnejšia bude práve vďaka existencii knock-out bariéry, teda preto, že existuje určitá možnosť, že opcia v podstate prestane existovať ešte pred dátumom expirácie. Rozdiel v cene opcie nebude v tomto prípade tak vysoký, ale môžeme ho zvýšiť napríklad posunutím bariéry hore, napríklad na 1,53. Potom sa stane daná exotická opcia podstatne lacnejšia než je porovnateľná vanilla opcia, pretože pravdepodobnosť, že táto nová hranica bude do expirácie dosiahnutá, je podstatne vyššia. Stanovenie bariéry samozrejme závisí výraznou mierou na volatilitu podkladového aktíva. U aktív s vyššou volatilitou je vyššia pravdepodobnosť dosiahnutia bariéry než u aktív s nízkou volatilitou. U aktív s vyššou volatilitou je teda aj vyššia pravdepodobnosť zániku knock-out opcií, pretože tu existuje vyššia pravdepodobnosť dosiahnutia bariéry. Pre opcie typu knock-in platí opačná logika. Pokiaľ máme knock-in call opciu na kurz 1,55 USD s bariérou stanovenou na 1,53, bude táto opcia samozrejme drahšia než rovnaká opcia s bariérou vo výške 1,50. Je to opäť spôsobené tým, že pravdepodobnosť dosiahnutia bariéry vo výške 1,53 je oveľa vyššia. Pokiaľ máme jednomesačnú put opciu na 1,55 USD/ kanadský dolár, ktorá má stanovenú knock-out bariéru na 1,53 a pritom zároveň máme jednomesačnú put opciu 1,55 USD/ kanadský dolár s knock-in bariérou na kurze 1,53, máme kombináciu v pozícii, ktorá je ek-

vivalentná jednomesačnej vanilla opcii na kurz 1,55 USD. Pokiaľ budeme uvažovať prípady, keď je opcia v pozícii in-the-money, môžeme naviazať na predchádzajúci príklad. Aktuálny kurz bude pre našu potrebu 1,54. Pokiaľ budeme uvažovať put opciu na kurz 1,50 USD, tak má táto opcia už určitú vnútornú hodnotu. Cena jednomesačnej put opcie na kurz 1,50, ktorá má stanovenú knock-out bariéru na 1,56 je opäť oveľa lacnejšia než klasická vanilla jednomesačná opcia na rovnaký kurz (1,50). Ako sa dá zarábať na špekuláciách, ktoré vychádzajú z týchto pozícií? Kúpime lacnejšiu mesačnú call opciu na kurz 1,50 USD, ktorá má knock-out bariéru na 1,56, v situácii, kedy očakávame, že sa cena podkladového aktíva bude pohybovať vnútri úzkeho intervalu okolo súčasnej ceny. Ideálna bude situácia, keď sa cena podkladového aktíva bude pomaly posúvať hore a zastaví sa v okamihu expirácie tesne pod cenou 1,56. Využijeme svoje opčné právo a kúpime USD vo výhodnom kurze danom opciou na 1,50 a predáme je na trhu za vyššiu cenu. Čím vyššia je volatilita aktíva vo chvíli, keď je opcia oceňovaná, tým lacnejšie sú knock-out bariérové opcie než porovnateľné vanilla opcie. Vyššia volatilita spôsobuje vyššiu pravdepodobnosť, že bude dosiahnutá knock-out bariéra a opcia teda nebude v konečnom dôsledku uplatnená. Opačne je to potom u knock-in opcií, čo bolo vidieť aj z predchádzajúcich príkladov.

Použitá literatúra:

- [1] HAUG, E. G., *The complete guide to option pricing formulas*. McGraw Hil, 2008, 232 s. ISBN 0-7863-1240-8
- [2] ZHANG, G. P., *Exotic options*. 2. vyd. McGraw Hil, 1998, 692 s. ISBN 978-981-02-3482-9

*Autormi článku sú Ing. Boris Šturc, CSc.
a Ing. Natália Žoldáková
z Národohospodárskej fakulty EU v Bratislave*

Príspevok vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV s názvom „Vytvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku. Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ“.

Fundamentálne aspekty financovania podniku prostredníctvom Private equity a venture kapitálu

Katarína Oravíková Podoliaková

Kedykoľvek nejaká spoločnosť potrebuje získať finančné prostriedky na posilnenie svojej kapitálovej štruktúry, môže si vybrať z dvoch základných riešení tohto problému. Po prvé môže sa obrátiť na burzu s cennými papiermi alebo na banku v rámci úverového financovania. Samozrejme burza ponúka iba obmedzené riešenie, pretože predstavuje prístup k finančným prostriedkom iba pre stredne veľké a veľké spoločnosti, ktoré spĺňajú špecifické požiadavky (veľkosť obratu, celková bilancia, minimálny počet rokov svojej existencie a pod.). Podmienky poskytnutia úveru sú taktiež striktné definované. V prvom rade musí takáto spoločnosť preukázať schopnosť splácať takýto úver, čo znamená, že musí preukázať určitú dobu existencie, stabilitu peňažných tokov, finančné zdravie a tiež nízku zadlženosť.

V prípade, že ani jedna z týchto možností z nejakého dôvodu neprichádza do úvahy, kto potom môže pomôcť a hlavne ako? Odkiaľ pochádzajú peniaze na zakladanie a rozvoj podnikov? Kto alebo čo je tým finančným donátorom? Odkiaľ sa napríklad berú zdroje na rozšírenie alebo prevzatie rodinných podnikov? Alebo na reštrukturalizáciu, či ozdravenie spoločnosti? Odpoveďou na všetky tieto otázky je financovanie prostredníctvom „private equity“.

1./ TEORETICKÉ VYMEDZENIE POJMOV „PRIVATE EQUITY“ A „VENTURE KAPITÁL“

Pod pojmom „private equity“ sa skrýva strednodobé alebo dlhodobé financovanie poskytované výmenou za podiel na vlastnom imaní spoločnosti s potenciálom vysokého rastu. Jedinou podmienkou je, aby takáto spoločnosť nemala svoje akcie kótované

na burze alebo inom verejnom kapitálovom trhu. Niekedy sa tento termín používa len na označenie manažérskeho financovania vlastníckych transakcií formou buy-out alebo buy-in. Niektorí iní autori, hlavne v Európe, používajú toto označenie ako synonymum pre „venture capital“. V Spojených štátoch amerických sa však pojem venture kapitál (venture capital - VC) používa na označenie investícií financovania začiatočného rozvoja spoločností, alebo na označenie rozvojového kapitálu.

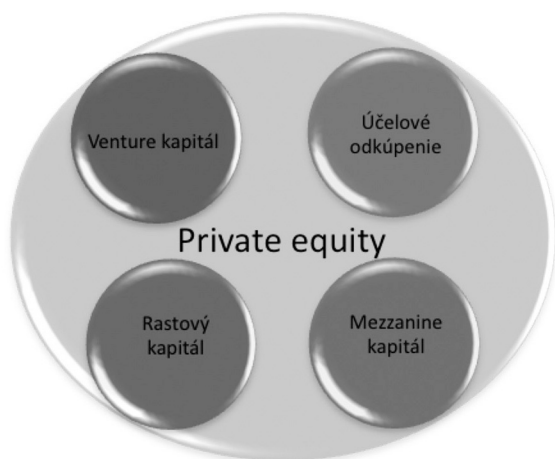
Ako môžeme vidieť z predchádzajúceho textu, neexistuje všeobecne platný konsenzus pri uvádzaní týchto dvoch pojmov. Z tohto dôvodu je dôležité hneď v úvode článku uviesť ich jasné vymedzenie. V teórii sa najčastejšie stretávame s názorom, že pojmom „private equity“ môžeme vo všeobecnosti označiť súhrn nasledujúcich foriem investovania:

- **Účelové odkúpenie** (leveraged buyout) – sa vzťahuje na nákup celej spoločnosti alebo jej väčšiny, či obchodnej jednotky prostredníctvom využitia kapitálu malej skupiny investorov v kombinácii s významným množstvom dlhového financovania. Terčom účelového odkúpenia bývajú zvyčajne vyspelé spoločnosti schopné generovať značný prevádzkový cash flow.
- **Rastový kapitál** (growth capital) – súvisí hlavne s investíciami do menšinových podielov vo vyspelých spoločnostiach, ktoré potrebujú kapitál na rozšírenie alebo reštrukturalizáciu svojich operácií, financovanie akvizície, alebo vstup na nový trh bez toho, aby došlo k zmene kontroly nad spoločnosťou.

- **Mezzanine kapitál** (mezzanine capital) – sa vzťahuje na investície do podriadeného dlhu alebo prioritných akcií spoločnosti bez získania hlasovacieho práva pri kontrole nad spoločnosťou. S týmito cenými papiermi sú často spojené opčné listy alebo právo konverzie na kmeňové akcie.
- **Venture kapitál** (venture capital) – predstavuje kapitálové investície do menej vyspelých, nie verejne obchodovateľných spoločností pri počiatočnom financovaní alebo rozvojom financovaní.

Teda ako môžeme vidieť, venture kapitál je obsahovou súčasťou pojmu private equity. Nasledujúca schéma vizuálne zobrazuje toto rozdelenie.

Schéma č. 1: **Rozdiel medzi private equity a venture kapitálom**



Zdroj: vlastné zobrazenie

I napriek tomu, že v teoretickej rovine pojem „private equity“ zahŕňa všetky štyri vyššie spomínané investičné aktivity, v praxi sa zaužívalo používanie tohto pojmu hlavne pre označenie činností spojených s účelovým odkúpením. Venture kapitál, rastový kapitál a mezzanine kapitál sú považované za samostatné investičné stratégie, aj keď niektoré veľké private equity spoločnosti participujú na všetkých štyroch investičných oblastiach.

Väčšina veľkých investičných bánk sa podieľať na investičných aktivitách v rámci jednotlivých činností private equity v rôznej miere, čo napokon dokumentuje aj nasledujúci prehľad vybraných investičných spoločností:

- Goldman Sachs spravuje private equity fondov.
- J. P. Morgan, Goldman Sachs a Morgan Stanley investujú priamo do firiem alebo nehnuteľností prostredníctvom riadenia vyhradených finančných prostriedkov.
- Credit Suisse riadi private equity co-investičný fond.
- Citigroup a Bank of America investujú priamo do firiem bez použitia fondu ako medzičlánok.

Z deviatich najväčších svetových investičných spoločností má práve Goldman Sachs jeden z najkomplexnejších programov Private Equity. Od roku 1992 divízia obchodného bankovníctva spoločnosti Goldman Sachs zvýšila o 119 miliárd USD kapitál pre investície do týchto obchodných transakcií, vrátane 28 miliárd USD na mezzanine investície a 20 miliárd USD v private equity fondu. Ten však bol roku 2007 ukončený, keďže ekonomické podmienky v tom období nepriali takémuto druhu investovania. Navyše, len tak pre ilustráciu by som rada podotkla, že spoločnosť Goldman Sachs mala na konci roku 2008 na účte svojho private equity fondu fondov 24 miliárd USD.

Táto problematika je nesmierne komplexná a zaujímavá, čo napokon ilustrujú aj hore uvedené skutočnosti. V tomto článku by som sa preto rada zamerala na jednu skupinu investičných činností private equity a to na venture kapitál, jeho podstatu, hlavné znaky, typy investícií, ako aj jednotlivé fázy investičného procesu a ich aktérov. Všetky tieto informácie sú doplnené praktickými poznatkami.

2./ VENTURE KAPITÁL A JEHO DELENIE

Vzhľadom na to, že na Slovensku je najrozšírenejšou formou private equity financovania práve venture kapitál, v nasledujúcej časti podrobnejšie priblížime túto formu financovania spoločnosti a možnosti s ňou spojené. Venture kapitál sa vo finančnej teórii obvykle označuje dvoma základnými prívlastkami: rizikový a rozvojový. Ide o alternatívny zdroj dlhodobého financovania firmy, ktorá obvykle nie je obchodovateľná na verejnom kapitálovom trhu. **Rizikový kapitál** predstavuje investíciu do základného imania spoločnosti, ktorá za sebou nemá žiadnu históriu, teda práve vznikla. Táto investícia má umožniť realizovať nádejnú myšlienku alebo podnikateľský zámer.

Rozvojový kapitál predstavuje investíciu do fungujúcej firmy trpiacej nedostatkom kapitálu na financovanie rýchlejšieho rastu, realizáciu nových zámerov alebo získanie nových trhov.

Z vyššie uvedeného vyplýva, že ide o kapitálové financovanie projektov, pri ktorých nie je obvykle možné získať finančné prostriedky štandardnými spôsobmi, resp. by takéto financovanie bolo nevýhodné, či nákladovo neprimerané. Podniky financované prostredníctvom venture kapitálu sa vyznačujú určitými špecifikami, ktoré je možné zhrnúť do nasledujúcich bodov:¹

- existuje značné **riziko**, ktoré vyplýva z **budúceho vývoja firmy**,
- **manažment** funguje často ako nekompletný, resp. **nemá dostatočné skúsenosti**,
- často sa objavuje **asymetria informácií** v priebehu investičného procesu,
- **špecifický** je aj **charakter majetku**, pretože investície smerujú najmä do podniku s vysokým, podielom nehmotného investičného majetku.

Z uvedených špecifik jednoznačne vyplývajú určité obmedzenia pri štandardnom financovaní jednotlivých aktivít takejto spoločnosti, ako je napríklad bankový úver. Keďže pri poskytovaní bankového úveru banka skúma históriu žiadateľa, začínajúca firma bez značnej kapitálovej základne má len malú šancu na jeho získanie a ručenie formou nehmotného majetku alebo podnikateľského zámeru akokoľvek atraktívneho, nie je pri tomto druhu financovania akceptovateľné. Ďalším spôsobom financovania je emisia cenných papierov (akcie, dlhopisy). Pri vstupe firmy na verejný kapitálový trh sa však vyžaduje splnenie určitých podmienok, ktoré začínajúca alebo malá spoločnosť objektívne nemôže splniť. Nemalé sú aj vstupné náklady. Preto práve tento druh financovania je nesmierne dôležitý.

Nespornou výhodou je aj nefinančný príspevok investora venture kapitálu do podniku vo forme svojich odborných znalostí a obchodných kontaktov či skúseností. Investor v tomto prípade investuje tak do základného imania spoločnosti, za čo získava podiel na jej riadení, ako aj do know-how a v spolupráci s manažmentom podniku sa snaží o zvýšenie jej celkovej hodnoty. Inými slovami, cieľom investora je maximalizovať hodnotu, aby po odpredaji svojho podielu mohol realizovať očakávaný zisk.

3./ INVESTORI RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO KAPITÁLU

Primárnymi subjektmi na trhu venture kapitálu sú:

a) investori:

- **obchodní anjeli** (business angels) – súkromné osoby investujúce z vlastného kapitálu. Je to bohatšia skupina súkromných osôb, ktorá zároveň pozná problémy rizikového kapitálu a je ochotná ich podstúpiť v závislosti od očakávaného vyššieho zisku;
- **nezavislí investori** (independent investors) – ide o inštitucionálnych investorov, ktorí zhromaždili kapitál z viacerých zdrojov (napr. dôchodkové fondy, správcovské spoločnosti, poisťovne, banky a iné investičné spoločnosti);
- **závislí investori** (dependent investors) – ide o špecialistov na venture kapitál. Väčšinou sa jedná o pobočky alebo divízie investičných spoločností, ktoré spravujú kapitál materskej spoločnosti;
- **čiasťočne závislí investori** (semidependent investors) – investori, ktorí okrem iného spravujú fondy založené nezávisle od materskej spoločnosti;
- **vládou podporované organizácie** (government supported organizations) – investori, ktorí získavajú kapitálové zdroje priamo alebo nepriamo z vládnych zdrojov alebo inou formou sú vládou podporovaní.

b) klientské spoločnosti sú subjekty hľadajúce investora, resp. cieľové spoločnosti. Podľa konkrétneho projektu, na ktorý sa venture kapitál použije, ich môžeme rozdeliť na:

- **začínajúce** (štartovacie financovanie),
- **rozvíjajúce sa** (rozvojové financovanie),
- **reštrukturalizované** (transakčné financovanie),
- **revitalizované** (záchranné financovanie).

Jednotlivým typom sa podrobnejšie budeme venovať v rámci podkapitoly typu investícií venture kapitálu.

Osobitnú skupinu subjektov poskytujúcich venture kapitál predstavujú **Fondy rizikového a rozvojového kapitálu** (FRRK). Ide o účelovo založené spoločnosti zhromažďujúce finančné prostriedky od investorov a následne potom rozhodujú o ich alokácii do jednotlivých investičných projektov, čím vytvárajú portfólio investícií, čo v konečnom dôsledku diverzi-

fikuje riziko pre investorov. Po realizácii investície sa FRRK stáva vlastníkom podielu v cieľovej spoločnosti. Tvoria medzičlánok, resp. sprostredkovateľa medzi investormi a klientskymi spoločnosťami. Zámerom investorov, ktorí stoja za fondovým financovaním nie je realizovať okamžitý zisk, ale vysoký výnos v čase odchodu zo spoločnosti.

Sekundárnymi subjektmi na trhu venture kapitálu sú:

- **manažérska spoločnosť** – spoločnosť stojaca medzi FRRK a cieľovými spoločnosťami, ktorá realizuje vlastné vyhľadávanie, vyhodnocovanie, realizáciu, monitorovanie a uzatváranie investícií. Je zmluvne zviazaná s jednotlivými FRRK a klientske spoločnosti pre ňu predstavujú investičné objekty;
- **katalyzátor** (facilitators) – špecializované spoločnosti, ktorých klientov tvoria väčšinou spoločnosti hľadajúce investorov, pričom rozoznávame dve skupiny katalyzátorov, a to podľa ich majiteľov, ktorí môžu byť buď súkromné subjekty alebo ostatné subjekty (štátne, zmiešané).

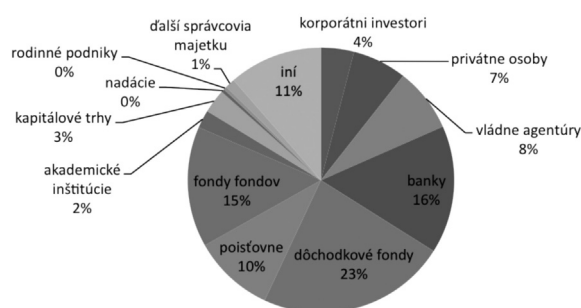
Investori rizikového a rozvojového kapitálu požadujú pomerne **vysokú výnosnosť investičných projektov**. Investori očakávajú za podstupované riziko určitú primeranú prémie, ktorá sa pohybuje rádovo na úrovni 15 % p.a. nad bezrizikový výnos.² Vzhľadom na fakt, že nie všetky investície tohto typu sú úspešné, je cieľom manažérov FRRK podstatne vyššia hodnota ako už spomínaných 15%. Ako všeobecne akceptovateľná spodná hranica zhodnotenia takejto investície sa uvádza hodnota 35 % p.a. **Vyššie riziko neúspešnosti projektov** vyplýva už zo samej podstaty rizikového a rozvojového kapitálu. Niektorí autori uvádzajú, že úspešnosť takýchto projektov je 5 – 17 %. Čiže je väčšia pravdepodobnosť, že investor skončí spoluprácu s klientskou spoločnosťou neúspešným vystúpením ako inou formou. Medzi ďalšie **formy vystúpenia** (tzn. exitu) **rizikového a rozvojového kapitálu z klientskej spoločnosti** patria:

- spätné odkúpenie,
- predaj strategickému partnerovi,
- uvedenie na burzu alebo iný verejný kapitálový trh,
- refinancovanie.

Veľkú väčšinu investorov venture kapitálu tvoria banky, dôchodkové fondy a poisťovne, ktoré môžu nadobúdať právnu formu tzv. limited partners alebo limited partnerships (v našom právnom systéme sa tomuto druhu partnerstva najviac podobá komanditná spoločnosť). Samozrejme tieto spoločnosti priamo neriadia samotné fondy, do ktorých investujú a tiež nerozhodujú o jednotlivých investíciách. Na druhej strane ale pravidelne hodnotia kvalitu vykonaných investícií na ich účet. Hore uvedené tvrdenie o najväčších investoroch v rámci venture kapitálu nám potvrdzuje aj graf č. 1, ktorý bol zhotovený na základe štatistík Európskej asociácie rizikového a rozvojového kapitálu. Žiaľ novšie súhrne informácie nie sú dostupné ani na stránke tejto asociácie. No i keď súhrnná správa za rok 2011 ešte nebola vypracovaná, podľa štatistických údajov za 3. štvrťrok 2011 možno formulovať nasledujúce závery:

- buy out investície (v rátane) sa zvýšili o 22 % oproti prvému štvrťroku 2011 a to na 9,7 mld EUR
- investície venture kapitálu poklesli o 11 % na 661 mil EUR.

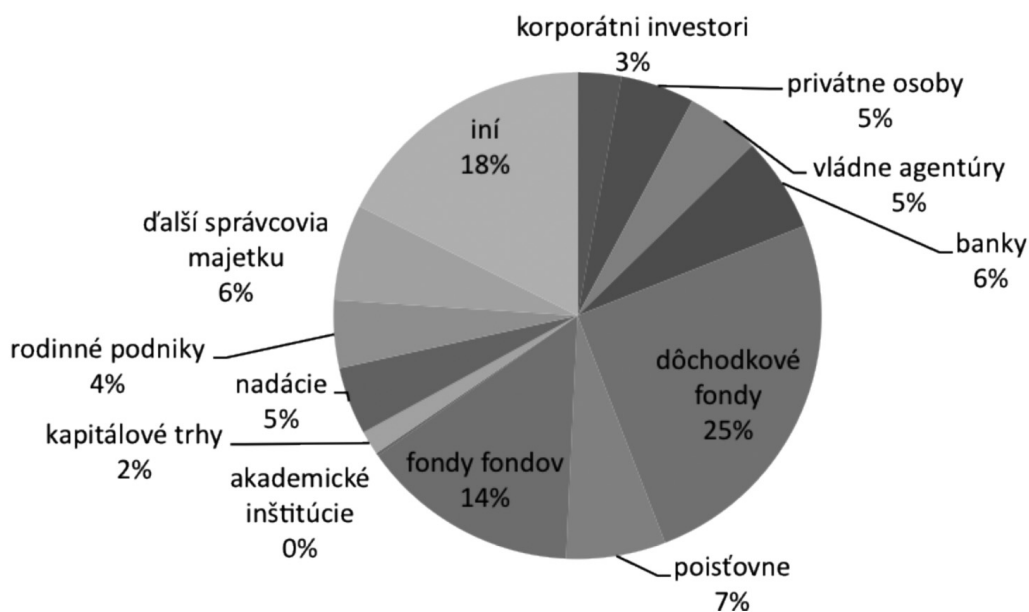
Graf č. 1: Rozdelenie investorov podľa jednotlivých typov, ktorí sa podielali na tvorbe fondov venture kapitálu vytvorených v rokoch 2003 – 2007



Zdroj: www.evca.eu

V roku 2008 táto situácia na trhu vyzerala už trochu odlišne a aj v tejto oblasti sa prejavila globálna finančná kríza. Ako môžeme vidieť na grafe č. 2, rozdelenie investorov podieľajúcich sa na tvorbe finančných fondov venture kapitál je odlišné oproti priemeru za predchádzajúce obdobie. Najmä podiel bánk a kapitálových trhov výrazne klesol. Na druhej strane podiel dôchodkových fondov, ostatných správcov majetku a rodinných podnikov sa výrazne zvýšil na tvorbe fondov venture kapitálu práve v tomto kritickom roku 2008.

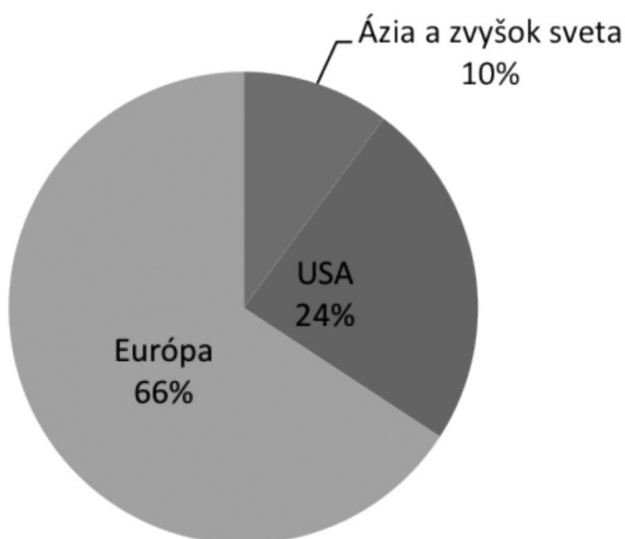
Graf č.2: Rozdelenie investorov podľa jednotlivých typov, ktorí sa podieľali na tvorbe fondov venture kapitálu vytvorených v roku 2008



Zdroj: www.evca.eu

Nasledujúci graf znázorňuje geografické rozdelenie týchto zdrojov z pohľadu regiónu pôvodu a to počas rokov 2003 až 2007. Aktuálne presné rozdelenie nie je k dispozícii, ale čiastkové údaje naznačujú, že za posledné štyri roky došlo k výraznému preskupeniu tohto podielu a výrazne sa zvýšil podiel zdrojov prichádzajúcich najmä z Ázie.

Graf č.3: Geografický pôvod fondov vytvorených v Európe počas rokov 2003 – 2007

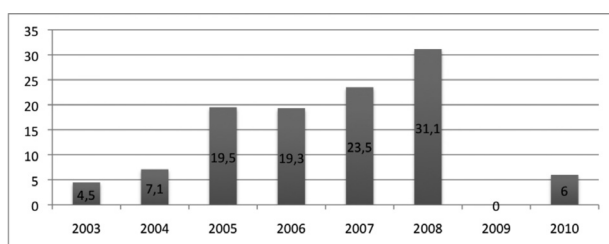


Zdroj: www.evca.eu

4./ RIZIKOVÝ A ROZVOJOVÝ KAPITÁL NA SLOVENSKU

Na Slovensku ešte stále dominuje úverové financovanie. Menší záujem zo strany podnikateľov o iné formy financovania vedúce k posilneniu vlastného kapitálu firmy je spôsobený hlavne tým, že sa pri týchto variantoch mení vlastnícka štruktúra podniku. V mnohých prípadoch sú bankári kontaktovaní záujemcami o VC až v situácii, kedy ostatné možnosti financovania stroskotali a venture kapitál je poslednou záchranou.

Graf č.4: Investície súkromných fondov rizikového a rozvojového kapitálu na Slovensku (v mil. EUR)



Zdroj: www.evca.eu

Ako môžeme vidieť na grafe, ekonomická kríza priniesla súkromným fondom rizikového a rozvojového kapitálu na Slovensku pád na úplne dno. V roku 2009 tieto fondy neuskutočnili ani jedinú investíciu a v roku 2010 sa s celkovými investíciami v objeme šesť miliónov eur dostali na úroveň rokov 2003 až 2004.

Šéf Slovenskej asociácie rozvojového kapitálu a riaditeľ bratislavskej pobočky spoločnosti Enter-

prise Investors Ivan Jakúbek povedal v rozhovore pre Forbes o využívaní VC na Slovensku: „Slovenský trh je veľmi malý. V rozvojovom kapitále vidia firmy niekoho, kto sa ich snaží obrať, a nie im pomôcť pri rozvoji, ich predstavy sú skreslené. České a poľské firmy sa naopak bijú o to, aby získali z rozvojového kapitálu peniaze a kúpili konkurentov, aby ovládli ich podiel na trhu, kým situácia praje.“ Na druhej strane to však neznamená, že by slovenské podniky boli menej priebojné. Nové projekty, akvizície, nákup nových technológií, či vstup na nové trhy chcú však financovať skôr z klasických bankových úverov. Takto sa však dostávajú do situácie, kedy vysoko rizikové aktivity financujú peniazmi, ktoré musia vrátiť, a to bez ohľadu na úspešnosť realizácie toho ktorého projektu.

Vynára sa otázka prečo je trh malý? Podľa vedúceho oddelenia analýz podnikateľského prostredia v Národnej agentúre pre rozvoj malého a stredného podnikania Daniela Pitoňáka odpoveď na túto otázku dáva štruktúra ekonomiky našej krajiny. Na Slovensku podnikateľské príležitosti prinášajú hlavne veľké firmy, ako sú automobilky alebo výrobcovia elektroniky. Ich dodávatelia alebo poskytovatelia služieb sa ich požiadavkám väčšinou prispôbujú, čo vo väčšine prípadov prináša konformnosť a kopírovanie postupov veľkej firmy.

Osobitnú kategóriu na našom trhu predstavujú **eurofondy**. Na ich postavenie ako konkurenta venture kapitálu existujú rozporuplné názory. Do veľkej miery ovplyvňujú podnikové zvyklosti a kultúru ako aj pracovné zvyky samotných podnikateľov, pričom

Tabuľka č.1: Prehľad stimulov a prekážok rozvoja venture kapitálu na Slovensku

Stimuly	Prekážky
<ul style="list-style-type: none"> • zlepšujúce sa podnikateľské prostredie • rast miery ekonomickej slobody 	<ul style="list-style-type: none"> • legislatívne prekážky • málo rozvinutý kapitálový trh • celková veľkosť slovenského trhu • chýbajúce štátne podporné programy • na strane dopytu (nízky počet výstupov výskumu a vývoja v podnikateľskej sfére, slabá aplikácia v praxi, absencia tradícií a skúseností, neochota podstúpiť vyššie riziko, atď.)

Zdroj: vlastné spracovanie

nie vždy sa uberajú správnym smerom. Plnenie podmienok na získanie a neskoršie čerpanie eurofondov firmy zväzuje presne na miestach, kde podnikateľ potrebuje mať voľné ruky, Naučí ho pohybovať sa v byrokratickej administratíve, ale nie podnikat'. Od únie môže získať peniaze, ale nie kontakty, know-how, či podporu.

Slovenským hendikepom oproti zahraničiu je aj skutočnosť, že existuje len veľmi malý počet pozitívnych príkladov, ktoré by ťahali ostatných podnikateľov týmto smerom pri financovaní svojich rôznych potrieb. Napr. v USA má na internete každý z veľkých denníkov alebo časopisov sekciu, kde sa rozoberajú konkrétne príbehy firiem, trhové príležitosti alebo sa tu poskytujú rady začínajúcim podnikateľom. Ďalším zdrojom pozitívnych správ sú informácie pri uvádzaní akcií novej spoločnosti na burzu cenných papierov. Možných investorov musí okrem výsledkov osloviť aj príbehom, marketingom samej seba, čo na Slovensku pre dlhodobu stagnujúcu burzu cenných papierov chýba úplne.

Podľa šéfa asociácie rozvojového kapitálu na Slovensku I. Jakúbka, rozvoju celého sektora by mal pomôcť štát. Ide najmä o firmy, ktoré nemajú potenciál osloviť private equity spoločnosti a vykázať požadovanú ziskovosť. „O tieto projekty nemá nikto na Slovensku záujem, pretože ich úspešnosť býva na hrane 12 %. Ak by investor chcel byť úspešný, musel by investovať počas piatich rokov do 20 až 30 takýchto projektov, a to je na Slovensku veľmi ťažké. Preto si myslím, že by takéto projekty mal podporovať štát. V Poľsku či Maďarsku sa to podarilo.“ Hovorí I. Jakúbek. Jednou z prvých lastovičiek u nás je projekt JEREMIE, ktorý bol ohlásený v máji 2011. V rámci neho bude Európsky investičný fond prostredníctvom sprostredkovateľov na Slovensku poskytovať záruky na úvery pre malých a stredných podnikateľov až do výšky 80% investície. Na tento projekt by sa malo použiť 300 miliónov eur.

Z hore uvedeného vyplýva, že možností financovania spoločnosti prostredníctvom venture kapitálu je na Slovensku pomerne dosť. Prečo potom v mnohých prípadoch zostávajú nevyužitú a veľakrát skvelé podnikateľské zámery a inovatívne myšlienky stroškotajú na nedostatku? Odpoveď na túto otázku nie je jednoduchá. V podnikateľskom sektore na Slovensku ešte stále rezonuje obava z prijatia nového, neznámeho spoločníka do riadiacej štruktúry ťažko

vybudovaného vlastného podniku. Toto ale nie je jediný dôvod, prečo sa táto forma financovania len pomaly dostáva do povedomia. Je nevyhnutné stabilizovať legislatívne prostredie, pretože investori potrebujú jasné právne normy, ktoré upravujú podnikanie investičných spoločností, fondov, vlastníckych práv menšinových akcionárov a podobne. Je nevyhnutné vytvoriť zdravé konkurenčné prostredie ako aj legislatívne a daňové predpoklady na vstup investorov venture kapitálu. Odstrániť korupciu a klientelizmus a v neposlednom rade aj nedostatok informácií o malých a stredných podnikoch, jednotlivých odvetviach ako aj nízku kvalitu manažmentu týchto podnikov. Až po zavedení týchto krokov môžeme očakávať, že sa situácia na Slovensku bude zlepšovať a to tak pre investorov ako aj spoločnosti hľadajúce finančné prostriedky pre svoje podnikateľské zámery.

Zdroje

1. Chovancová, B. a kol.: Investičné a hypotekárne bankovníctvo. Iura Edition, Bratislava 2008.
2. Dvořák, I., Prochádzka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál, Management Press, Praha 1998.
3. Demaria, C.: Introduction to private equity, Wiley Finance, Veľká Británia 2010.
4. Finkel, R.A., Greising, D.: The Masters of Private Equity and Venture Capital, MacGraw Hill, USA 2010.
5. Periodiká: Financial Times, Forbs, Wall Street Journal
6. www.evca.eu - The European private equity and venture capital association
7. www.sario.sk
8. www.slovca.sk
9. www.nadsme.sk
10. www.credoventures.com

*Autorkou článku je Ing. Katarína Oravíková
 Podoliaková, PhD.
 z Národohospodárskej fakulty EU v Bratislave*

¹ B. Chovancová a kol.: Investičné a hypotekárne bankovníctvo. Iura Edition, Bratislava 2008, ISBN 978-80-8078-223-8, str. 80.
² Dvořák, I., Prochádzka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál, Management Press, Praha 1998, ISBN 80-85943-74-3.

Podnikanie na Slovensku: vysoká aktivita, financovanie nie je hlavný problém

Anna Pilková - Marian Holienka

ÚVOD

Globálny monitor podnikania (Global Entrepreneurship Monitor - GEM) je najväčšou svetovou akademickou štúdiou o podnikaní a jeho dynamike. Od roku 2011 je vďaka iniciatíve Fakulty managementu Univerzity Komenského v Bratislave a podpore Národnej agentúry pre rozvoj malého a stredného podnikania, ako aj Stredoeurópskej nadácie súčasťou projektu GEM aj Slovensko. Zapojenie do tohto projektu nám ponúka možnosť získať medzinárodne jednotné údaje tak o postojoch, aktivitách a aspiráciách dospelých populácie v podnikaní (a to na základe prieskumu, ktorý sa robí na ročnej báze v každej zúčastnenej krajine na vzorke najmenej 2000 respondentov dospelých populácie krajiny, a je realizovaný špecializovanou agentúrou), ako aj o podmienkach pre podnikanie z pohľadu expertov. Tieto údaje nám umožňujú robiť veľmi užitočné analýzy správania sa jednotlivcov v podnikaní u nás, a to nielen izolovane na národnej úrovni, ale napríklad aj v kontexte krajín Európy resp. celosvetovo (v roku 2011 bolo do tohto prieskumu zapojených 54 krajín z celého sveta). Výsledky z analýz GEM dajú sú cenným výstupom najmä pre tvorcov politik, ale tiež pre oblasť vzdelávania, podnikateľské a profesijné organizácie, ako aj pre širokú verejnosť.

Aké je podnikateľské správanie sa Slovákov v medzinárodnom kontexte? Aké je podnikateľské prostredie, v ktorom sa realizuje podnikanie v porovnaní s inými krajinami Európy a sveta? Ako je hodnotené financovanie podnikateľských aktivít? Čo z výsledkov GEM vyplýva pre našich tvorcov hospodárskej politiky, ak chceme dosiahnuť úroveň tých najlepších? Na tieto a podobné otázky výskum GEM za rok 2011 dáva prvé odpovede.

POSTOJE, AKTIVITA, AŠPIRÁCIE

Postoje k podnikaniu: jednotlivci sú dostatočne sebavedomí, avšak spoločenské klíma podnikanie výrazne nepodporuje.

Podľa prieskumu GEM za rok 2011 sa naši občania v rámci postojov k podnikaniu vyznačujú vysokým vnímaním vlastných schopností, zručností a skúseností potrebných pre podnikanie (až 52,9 % respondentov si myslí, že nimi disponuje, čo zaraďuje Slovensko na prvé miesto v Európe, dokonca pred Poľskom), ale iba priemerným strachom zo zlyhania (44,8 % respondentov by strach zo zlyhania odradil od začatia podnikania, čo je blízko priemeru Európy) a nízkym vnímaním príležitostí pre podnikanie (iba 23,1 % respondentov si myslí, že v ich okolí budú dobré príležitosti pre začatie podnikania, čo je výrazne pod priemerom Európy).

Spoločenské postoje k podnikaniu však možno považovať za problematickú oblasť, ktorá negatívne vplyva na dynamiku podnikania u nás. Slovensko dosahuje hodnoty pod priemerom Európy vo vnímaní podnikania ako dobrej kariérnej voľby (54,6 % respondentov), v uznaní a vysokom statuse úspešných začínajúcich podnikateľov (64,4 % respondentov), a mierne nad priemerom v pozornosti médií venovanej úspešným začínajúcim podnikateľom (iba 55,1 % respondentov považuje pozornosť médií, ktorú venujú úspešným začínajúcim podnikateľom, za častú).

Postoj k podnikaniu	% kladných odpovedí	Miesto v Európe	Priemer v Európe
Disponujem vedomosťami potrebnými pre podnikanie	52,9 %	1.	42,9 %
Strach zo zlyhania by ma odradil od začatia podnikania	44,8 %	10.	43,5 %
V oblasti kde žijem budú dobré príležitosti pre začatie podnikania	23,1 %	19.	32,7 %
Na Slovensku považuje väčšina ľudí podnikanie za vhodnú voľbu kariéry	54,6 %	12.	60,9 %
Na Slovensku sú úspešní začínajúci podnikatelia uznávaní a rešpektovaní	64,4 %	17.	69,0 %
Na Slovensku sa často dozvieme z médií príbehy o úspešnom novom podnikaní	55,1 %	9.	50,8 %

Aktivita: sme na čele Európy v začínaní aj ukončovaní podnikania.

Čo sa týka podnikateľskej aktivity, Slováci sú prekvapivo aktívni. Miera celkovej počiatočnej podnikateľskej aktivity (zahrňuje rodiacich sa podnikateľov, ktorí podnikajú do 3 mesiacov, a nových podnikateľov, ktorí podnikajú od 3 mesiacov do 3 a pol roka, ďalej len „TEA“) v dospeljej populácii (od 18 do 64 rokov) dosahuje 14,2 %, čo radí Slovensko na čelo medzi krajinami Európy. Na druhom mieste sa nachádza Turecko a na treťom mieste Lotyšsko (obe s TEA takmer 11,9 %). Naopak, najnižšiu mieru TEA v Európe, len necelých 3,7 %, dosahuje Slovinsko. Rovnako vysokú podnikateľskú aktivitu vykazuje Slovensko aj v množstve etablovaných podnikateľov (podnikajú viac ako 42 mesiacov), kde sa s hodnotou 9,6 % (podiel v dospeljej populácii) nachádza na 3. mieste v Európe. Určité utlmenie optimizmu z vyššie uvedených výsledkov ponúka bližší pohľad na motívy, ktoré vedú ľudí k podnikaniu. Kým síce takmer traja zo štyroch počiatočných podnikateľov (zahrnutých v TEA) uvádzajú ako motív príležitosť (nie nevyhnutnosť) k podnikaniu, už len niečo viac ako jeden zo štyroch vníma túto príležitosť ako šancu zvýšiť si príjem (nielen udržať si ho). Okrem toho v rámci

hodnotenia podnikateľskej aktivity stoja za pozornosť údaje o ukončení podnikania, kde miera ukončenia podnikania za posledný rok na Slovensku dosiahla 7 %, čo nás radí na 1. miesto v Európe.

Ukazovateľ (podiel z dospeljej populácie na Slovensku)	Hodnota	Miesto v Európe
Miera TEA	14,2 %	1.
Miera etablovaného podnikania	9,6 %	3.
Miera ukončenia podnikania	7,0 %	1.

Inkluzivita podnikania: zaostávame v zapojení žien aj starších ľudí.

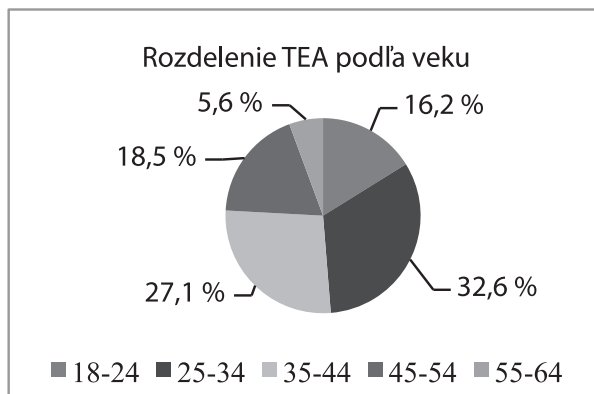
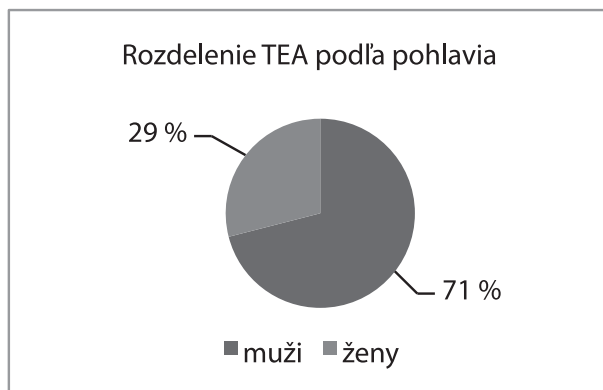
V oblasti podnikateľskej aktivity možno sledovať nie príliš pozitívne trendy z hľadiska inkluzivity podnikania, teda pomernej participácie všetkých skupín

spoločnosti (ženy, vekové skupiny, vzdelanostné úrovne) na podnikaní. Pozornosť tvorcov politik by si zasluhovalo najmä nízke zastúpenie žien na podnikateľskej aktivite, ako aj nízka miera podnikateľskej aktivity vo vekovej skupine 55 až 64 rokov.

Ženy sa podieľajú na celkovej počiatkovej podnikateľskej aktivite len približne 29 %, čo je spolu s Poľskom najmenej v Európe. Kým u mužov je hodnota TEA 20,3 % (t.j. každý piaty muž je zapojený v počiatkovej podnikateľskej aktivite), u žien je hodnota TEA len 8,1 % (t.j. v počiatkovej podnikateľskej aktivite je zapojená len približne každá dvanásť žena). Podobný rozdiel medzi mužmi a ženami je aj v zastúpení medzi etablovanými podnikateľmi, kde je miera etablovaného podnikania u mužov 13,7 % a u žien len 5,6 %.

Rovnako podpriemerné je aj zapojenie najstaršej vekovej skupiny do počiatkovej podnikateľskej aktivity, kde na Slovensku len 5,6 % počiatkových podnikateľov patrí do kategórie 55 až 64 rokov, pričom priemer v Európe je 10 %. Taktiež medzi etablovanými podnikateľmi je najstaršia skúmaná veková skupina zastúpená len 17,6 %, kým priemer v krajinách Európy je 22 %. Aj keď zaostávanie najstaršej vekovej skupiny v etablovanom podnikaní nie je až tak výrazné, pri počiatkovej podnikateľskej aktivite rozdiel naznačuje značný nedostatok inkluzivity.

Čo sa týka zapojenia mladých ľudí do podnikania, ktoré je dnes veľmi často spomínanou témou nielen v európskom kontexte, Slovensko dosahuje hodnoty mierne nad priemerom krajín Európy. Pokiaľ podiel vekových skupín 18 až 24 rokov resp. 25 až 34 rokov na počiatkovej podnikateľskej aktivite dosahuje 16,2 % resp. 32,6 %, priemer Európy je 13,2 % resp. 29,2 %. Ich podiel na etablovanom podnikaní dosahuje 3,2 % resp. 17,6 % pri Európskom priemere 2,7 % resp. 15,2 %.



Ašpirácie: veľké očakávania tvorby pracovných miest, málo záujmu inovovať a ísť do zahraničia.

Z hľadiska ašpirácií možno podnikateľov na Slovensku zaradiť v európskom kontexte rozhodne medzi sebavedomých, no s menej ambicióznymi zámermi v inováciách či internacionalizácii. Pri vlastnom hodnotení predpokladaného počtu vytvorených pracovných miest až takmer 31 % počiatkových podnikateľov predpokladá o 5 rokov vytvorenie viac ako piatich pracovných miest, čo je na priemernej úrovni v rámci Európy (priemer 30 %). Z hľadiska inovatívnosti podnikania sa počiatkovi podnikatelia na Slovensku vyznačujú zaostávaním v Európskom kontexte. Kým len 21 % počiatkových podnikateľov na Slovensku vníma vlastný produkt ako nový pre zákazníkov a zároveň s minimálnou konkurenciou inými subjektmi, priemer v Európe je vyše 29 % a najvyššiu hodnotu (54,1 %) dosahuje Dánsko. Možno z toho vyvodit' záver, že počiatkovi podnikatelia na Slovensku sa viac orientujú na poskytovanie tradičných produktov. Čo sa týka internacionalizácie, približne 18 % počiatkových podnikateľov na Slovensku má viac než štvrtinu zákazníkov v zahraničí, čo je tesne pod priemerom Európy (vyše 20 %), v ktorej najvyššiu hodnotu dosahuje Chorvátsko (39,7 %).

PODMIENKY PRE PODNIKANIE

Podmienky pre podnikanie sú v rámci projektu GEM hodnotené expertmi, ktorí priamo pôsobia v rôznych oblastiach podnikania a podnikateľského prostredia. Experti vyjadrujú svoje hodnotenie na bodovej škále od 1 (najhoršie hodnotenie) do 5 (najlepšie hodnotenie).

Kľúčové podmienky pre podnikanie: zaoštváme v transfere vedy a výskumu (V&V) a vládnych programoch.

Pri pohľade na kľúčové podmienky pre podnikanie sa ako najviac problematické v kontexte Európy javia transfer vedy a výskumu (hodnotenie 1,87, posledné miesto v Európe), vládne programy podporujúce podnikateľskú aktivitu (hodnotenie 2,04, predposledné miesto v Európe) a dynamika trhu (hodnotenie 2,74, v Európe štvrté miesto od konca). Naopak, ako najviac pozitívne možno v európskom kontexte hodnotiť prístup ku komerčnej infraštruktúre a službám (hodnotenie 3,29, 6. miesto v Európe), prístup k fyzickej infraštruktúre a službám (hodnotenie 3,98, 8. miesto v Európe) a trhové obmedzenia (hodnotenie 2,59, 9. miesto v Európe).

Prekážky a odporúčania: najviac prekáža nízka vymožitelnosť práva a byrokracia

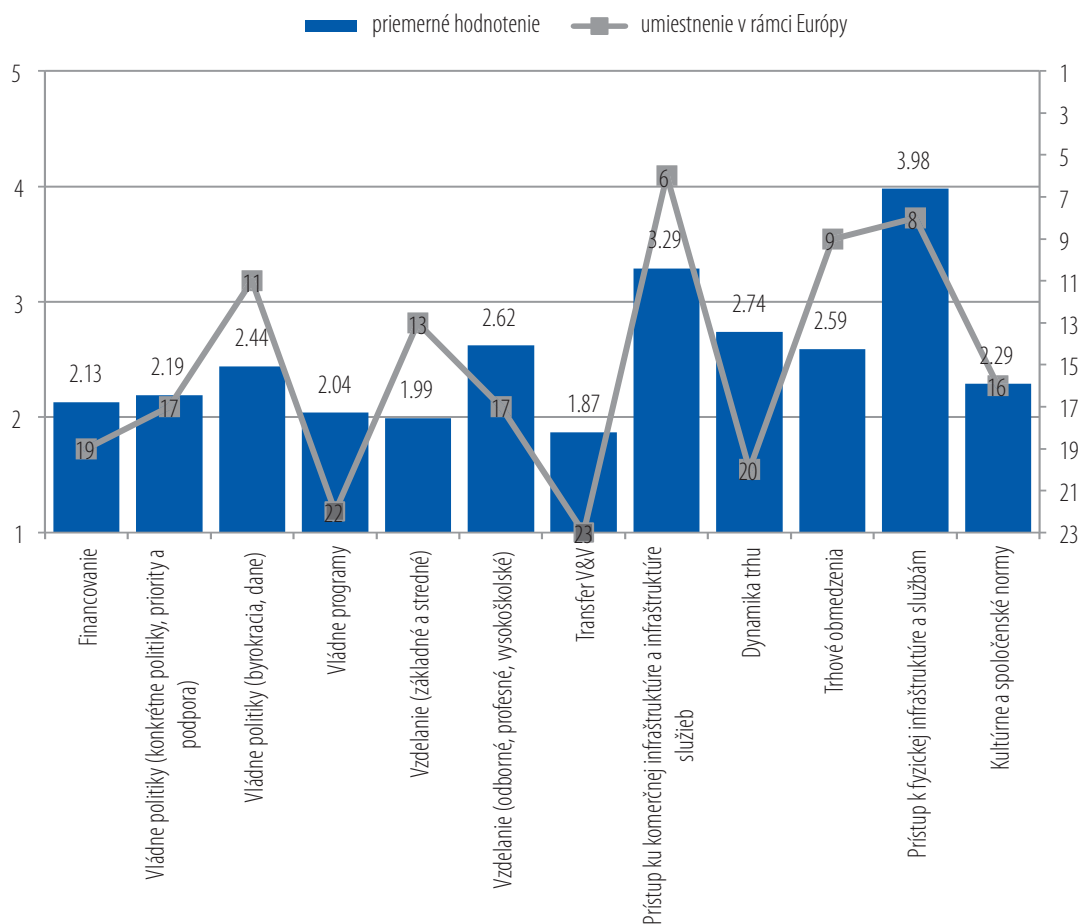
Súčasťou hodnotenia podmienok pre podnikanie boli aj prekážky obmedzujúce podnikateľskú aktivitu. Medzi konkrétnymi otvorenými odpoveďami na pre-

kážky podnikateľskej aktivity sa najčastejšie vyskytovali vymožitelnosť práva a súdnictvo (uvádzané v odpovediach 47,2 % respondentov), administratívne bariéry a zaťaženie resp. byrokracia (44,4 %) a vysoká korupcia a klientelizmus (36,1 %). Rovnakým spôsobom GEM zisťoval aj pohľad na odporúčania pre zlepšenie podnikateľskej aktivity, kde medzi konkrétnymi odpoveďami dominovali zníženie administratívnych bariér (uvádzané v odpovediach 38,9 % respondentov), zlepšenie systému školstva a vzdelávania v biznise a inováciách (36,1 %) a zlepšenie vymožitelnosti práva (25 %).

FINANCOVANIE

Prieskum aktivít dospeljej populácie ako aj názorov expertov na podmienky pre podnikanie poskytujú tiež pohľad na problematiku financovania podnikania na Slovensku.

Projekt GEM sa nezameriava na skúmanie názorov na financovanie a jeho zdroje vo fáze zamýšľaného alebo počiatočného podnikania z pohľadu podnikateľov, ale z pohľadu jednotlivcov, ktorí posky-



tujú finančné zdroje pre podnikanie iných. V prípade podnikateľov je na financovanie zameraná pozornosť až pri skúmaní dôvodov ukončenia podnikania.

Z výsledkov za rok 2011 vyplynulo, že na Slovensku v posledných troch rokoch osobne poskytlo prostriedky pre nové podnikanie, ktoré začínala iná osoba, až 5,7 % občanov (z dospeljej populácie), čo je takmer dvakrát viac než je priemer v Európe (3,3 %). Z výsledkov tiež vyplynulo, že financovanie nie je najzávažnejším problémom pri dôvodoch vedúcich k ukončeniu podnikania. Kým podnikatelia, ktorí v poslednom čase ukončili podnikanie, medzi dôvodmi najčastejšie (v 36,6 % prípadov) uviedli neziskovosť podnikania, teda nedostatočnú životaschopnosť podnikateľského modelu, problém získať financie bol až na 4. mieste (takmer 9 % prípadov), za osobnými dôvodmi a nájdením si iného zdroja obživy (13,2 % resp. takmer 12 %).

a rastúce firmy) ako rámcovej podmienky pre podnikanie ponúka ďalšie zistenia. Najviac problematická sa javí oblasť dostupnosti zdrojov financovania nových a rastúcich firiem prostredníctvom uvádzania nových emisií akcií (hodnotenie 1,7 z 5). Toto je na Slovensku pochopiteľné, keďže nemáme rozvinutý kapitálový trh ako taký a vôbec nie pre malé a stredné firmy. V poradí ďalšie od konca nasledujú dostupnosť zdrojov od venture kapitalistov (hodnotenie 2,03), dostupnosť zdrojov od súkromných osôb iných než zakladateľov (hodnotenie 2,09), dostupnosť vládnych dotácií (hodnotenie 2,12) a dostupnosť vlastných kapitálových zdrojov (hodnotenie 2,26) pre nové a rastúce firmy. Oproti ostatným sa ako relatívne dobre hodnotená javí dostupnosť dlhových zdrojov pre nové a rastúce firmy (hodnotenie 2,66), teda bankové úvery.

Faktory	Hodnotenie
Dostatočná dostupnosť vlastných kapitálových zdrojov	2,26
Dostatočná dostupnosť dlhových zdrojov	2,66
Dostatočná dostupnosť vládnych dotácií	2,12
Dostatočná dostupnosť zdrojov od súkromných osôb	2,09
Dostatočná dostupnosť zdrojov od venture kapitalistov	2,03
Dostatočná dostupnosť zdrojov prostredníctvom uvádzania nových emisií akcií	1,70

Pri pohľade na financovanie podnikania ako jednu z kľúčových rámcových podmienok pre podnikanie možno konštatovať, že i keď nie je zďaleka pozitívne hodnotenou oblasťou, nie je považované za najväčšiu prekážku podnikania. Spomedzi dvanástich kľúčových rámcových podmienok je financovanie hodnotené ako štvrté od konca (priemerné hodnotenie 2,13 z 5). V Európskom kontexte sa v hodnotení financovania Slovensko nachádza na 19. mieste, pričom horšie sú v hodnotení umiestnené tri kľúčové rámcové podmienky (transfer V&V, vládne programy a dynamika trhu).

Podrobnejší pohľad na jednotlivé čiastkové faktory financovania (z hľadiska dostupnosti pre nové

Podobné postavenie ako pri hodnotení v kontexte ostatných kľúčových rámcových podmienok pre podnikanie dosahuje problematika financovania resp. finančnej podpory aj v hodnotení prekážok obmedzujúcich podnikateľskú aktivitu, kde sa spolu s otázkou vládnych programov nachádza na 4. mieste (obe uvádzané v odpovediach 22,9 % respondentov).

Z vyššie uvedených výsledkov možno konštatovať, že i keď oblasť financovania podnikania na Slovensku zďaleka nie je bezproblémová, nemožno ju považovať za hlavný problém resp. prekážku v podnikaní, a to vychádzajúc jednak z hodnotenia samotnými podnikateľmi, ako aj expertmi na podnikanie z rôznych oblastí.

ZHRNUTIE

Podnikanie na Slovensku sa vyznačuje v Európskom kontexte skutočne vysokou aktivitou vo všetkých fázach, či už je to počiatočné alebo etablované podnikanie. Rovnako vysoká je však aj miera ukončovania podnikania. Pri uvažovaní nad príčinami vysokej podnikateľskej aktivity možno polemizovať aj nad otázkou podnikania z donútenia, najmä v nahrádzaní pracovnoprávných vzťahov živnosťami, avšak zrejme nepôjde o jediný a ani najvýznamnejší motív pre podnikanie. Rovnako sa podnikanie na Slovensku vyznačuje pomerne vysokými ambíciami v tvorbe pracovných miest, no pomerne nízkymi ambíciami inovovať a prenikať na zahraničné trhy.

Porovnanie s Európou naznačuje zaostávanie v inkluzivite podnikania, kde Slovensku patrí najnižšia priečka pokiaľ ide o zapojenie žien, a tiež je preň charakteristické výrazne nízke zapojenie najstaršej skúmanej vekovej skupiny (55 až 64 rokov) do podnikania.

Okrem uvedených zistení možno z výsledkov výskumu GEM odvodiť aj profil typického začínajúceho podnikateľa na Slovensku. Je ním muž vo veku 25 až 44 rokov, so stredoškolským vzdelaním, ktorý i keď má vysoké ambície tvorby pracovných miest, sa skôr zameriava na podnikanie v tradičných odvetviach, a nemá vysoké aspirácie v oblasti inovácií ani v prieniku na zahraničné trhy.

Z hľadiska podmienok pre podnikanie sa v Európskom kontexte ako najviac problematické javia oblasť transferu vedy a výskumu a oblasť vládnych programov. Naopak, podnikateľom sú bez väčších problémov dostupné komerčná aj fyzická infraštruktúra a služby. Spomedzi všeobecných charakteristík podnikateľského prostredia sa ako najviac potrebné javí zníženie byrokracie a administratívneho zaťaženia, zlepšenie vymožitelnosti práva, odstránenie korupcie a zlepšenie vzdelávania v podnikaní a inováciách.

ČO JE TO GEM?

Globálny monitor podnikania (Global Entrepreneurship Monitor - GEM) je najväčšou svetovou akademickou štúdiou o podnikaní a jeho dynamike. V roku 2011, ktorý bol už jej 13. ročníkom, bolo do tejto štúdie zapojených 54 krajín z celého sveta, prvýkrát aj za účasti Slovenska.

Výskum GEM je založený na dátach z dvoch prieskumov. Kým jeden prieskum je zameraný na hodnotenie postojov, aktivít a aspirácií dospeléj populácie v podnikaní, druhý je zameraný na analýzu podmienok pre podnikanie z pohľadu expertov z rôznych oblastí spojených s podnikaním. Oba prieskumy sú realizované vo všetkých krajinách v rovnakej podobe a na základe rovnakej prepracovanej metodiky, čo ponúka medzinárodne harmonizované a najmä porovnateľné výsledky.

Národným koordinátorom projektu GEM pre Slovensko je Fakulta managementu Univerzity Komenského v Bratislave. Hlavným partnerom GEM je Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania. Partnerom GEM je Stredoeurópska nadácia.

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

Vývoj počtu bankrotov a reštrukturalizácií v SR v roku 2011 a porovnanie s vývojom v roku 2010

Jana Marková

SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o. spracovalo na základe rozhodnutí konkurzných súdov analýzu vývoja počtu a podielu vyhlásených konkurzov a povolených reštrukturalizácií za rok 2011 a jej závery porovnávalo s rokom 2010.

V roku 2011 sme zaznamenali tendenciu k miernemu nárastu počtu a podielu vyhlásených konkurzov a naopak tendenciu k miernemu poklesu počtu a podielu povolených reštrukturalizácií v porovnaní s rokom 2010.

Do analýzy vstupovali podnikateľské subjekty a fyzické osoby – živnostníci, na majetok ktorých bol vyhlásený konkurz (vrátane subjektov, kde bola najskôr povolená reštrukturalizácia, ale následne bolo reštrukturalizačné konanie zastavené a bol vyhlásený konkurz), resp. ktorým bola povolená reštrukturalizácia (a reštrukturalizačné konanie trvá) a zároveň bolo možné tieto subjekty jednoznačne identifikovať (tie, ktoré majú pridelené IČO).

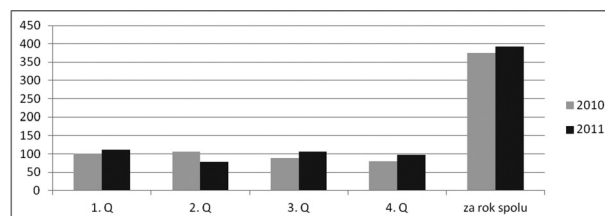
VÝVOJ POČTU A PODIELU VYHLÁSENÝCH KONKURZOV

V roku 2011 sme zaznamenali 392 vyhlásených konkurzov, čo predstavuje oproti roku 2010 (375 vyhlásených konkurzov) iba ich mierny nárast o 17 vyhlásených konkurzov, t. j. o 4,53 % (graf č. 1). Za hlavný dôvod nízkeho medziročného nárastu počtu vyhlásených konkurzov považujeme ekonomické podmienky pre podnikanie porovnateľné s rokom 2010.

Tendencia vo vývoji počtu vyhlásených konkurzov bola počas roku 2011 výrazne nerovnomerná (po poklese počtu vyhlásených konkurzov v druhom štvrťroku nasledoval v treťom štvrťroku ich nárast a v štvrtom štvrťroku ich opätovný pokles). Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v roku 2010 bol v po-

rovnání s rokom 2011 viac rovnomerný (od druhého štvrťroku počet vyhlásených konkurzov medzikvartálne klesal).

Graf č. 1 - Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v jednotlivých štvrťrokoch roku 2010 a 2011 a za roky 2010 a 2011 celkom



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

Vývoj počtu a podielu vyhlásených konkurzov bol opätovne v jednotlivých sekciách ekonomických činností a v jednotlivých krajoch rozdielny. V nasledovných štatistikách nie sú zahrnuté podnikateľské subjekty a fyzické osoby – živnostníci, ktorí nemali uvedený predmet svojej činnosti kódom SK NACE, resp. nemali uvedené svoje sídlo.

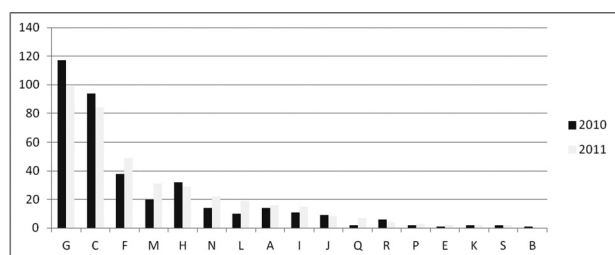
V štyroch sekciách ekonomických činností nebol v rokoch 2011 a 2010 súčasne vyhlásený ani jeden konkurz: dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D); verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie (sekcia O); činnosti domácností ako zamestnávateľov; nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T) a činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U).

Najväčší počet vyhlásených konkurzov bol v oboch rokoch (rovnako ako v predchádzajúcich rokoch) **a s rovnakým poradím v troch sekciách**

(graf č. 2): veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); priemyselná výroba (sekcia C) a s väčším odstupom nasledovalo stavebníctvo (sekcia F). Naopak, najmenší počet vyhlásených konkurzov bol v obidvoch rokoch súčasne v troch sekciách: dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K) a ostatné činnosti (sekcia S).

Napriek tendencii k medziročnému miernemu nárastu počtu vyhlásených konkurzov sme v šiestich sekciách zaznamenali ich pokles: veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); priemyselná výroba (sekcia C); doprava a skladovanie (sekcia H); informácie a komunikácia (sekcia J); umenie, zábava a rekreácia (sekcia R); ťažba a dobývanie (sekcia B).

Graf č. 2: Vývoj počtu vyhlásených konkurzov v rokoch 2010 a 2011 v sekciách* ekonomických činností (odvetviach)



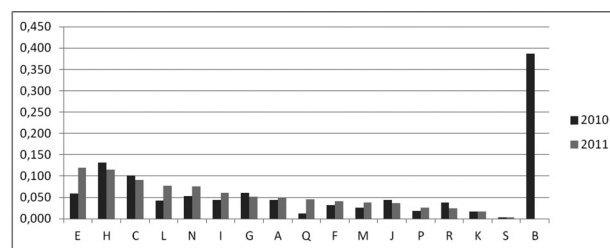
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

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

Vysoký počet vyhlásených konkurzov (povolených reštrukturalizácií) v sekcii (regióne) automaticky neznamena, že ide o odvetvie (región) s vysokým rizikom bankrotu. **Dlhodobou sa nám ako ukazovateľ s vyššou vypovedacou schopnosťou pri hodnotení odvetví (regiónov) javí podiel počtu vyhlásených konkurzov (povolených reštrukturalizácií) k celkovému počtu subjektov pôsobiacich v danom odvetví (regióne).** Napríklad z pohľadu počtu vyhlásených konkurzov je už niekoľko rokov na prvom mieste sekcia G - veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov, ktorá bola z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov v roku 2011 siedma a v roku 2010 štvrtá zo šestnástich sekcií, v ktorých bol v obidvoch rokoch vyhlásený aspoň jeden konkurz.

Zatiaľ čo v roku 2011 mala najvyšší podiel vyhlásených konkurzov sekcia E -dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov, v roku 2010 to bola sekcia B – ťažba a dobývanie (obidve sekcie mali veľmi malý počet vyhlásených konkurzov – sekcia E (2), sekcia B (1)). Poradie sekcií s druhým (doprava a skladovanie - sekcia H) a tretím najvyšším podielom vyhlásených konkurzov (priemyselná výroba - sekcia C) zostalo v obidvoch rokoch zachované (graf č. 3). Najmenší podiel povolených konkurzov bol v obidvoch rokoch v sekcii S - ostatné činnosti.

Graf č. 3: Podiel vyhlásených konkurzov v rokoch 2010 a 2011 v sekciách ekonomických činností (odvetviach) v percentách



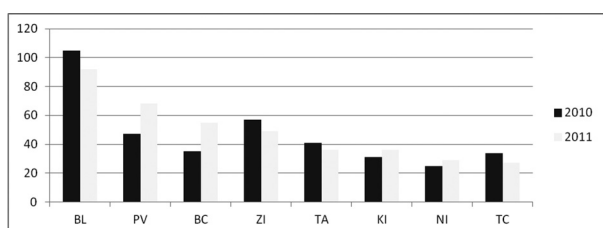
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Napriek tendencii k medziročnému miernemu nárastu podielu vyhlásených konkurzov sme v siedmych sekciách zaznamenali pokles ich podielu. Zo siedmych sekcií je šesť takých, v ktorých poklesol aj počet vyhlásených konkurzov (sekcie G, C, H, J, R, B)

a siedmou je sekcia K - finančné a poisťovacie činnosti.

Podľa údajov v grafe č. 4 bolo **poradie krajov z hľadiska počtu vyhlásených konkurzov v roku 2011 odlišné od roku 2010 s výnimkou Bratislavského kraja, v ktorom bol v obidvoch rokoch vyhlásený výrazne najväčší počet konkurzov. Najmenší počet konkurzov bol vyhlásený v roku 2010 v Nitrianskom kraji a v roku 2011 v Trenčianskom kraji** (Nitriansky kraj mal druhý najmenší počet vyhlásených konkurzov). V žiadnom z krajov sme nezaznamenali výraznejšiu medzoročnú zmenu v ich poradí z hľadiska počtu vyhlásených konkurzov.

Graf č. 4: Počet vyhlásených konkurzov v rokoch 2010 a 2011 v krajoch*



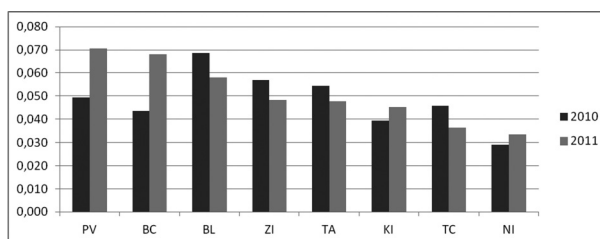
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

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

Napriek tendencii k medzoročnému miernemu nárastu počtu vyhlásených konkurzov sme v štyroch krajoch zaznamenali ich pokles: najviac v Bratislavskom kraji, menší pokles bol v Žilinskom, Trenčianskom a Trnavskom kraji.

Okrem Nitrianskeho kraja, ktorý si ako jediný zachoval pozíciu kraja s najnižším podielom vyhlásených konkurzov v obidvoch porovnávaných rokoch, všetky ďalšie kraje zmenili svoju pozíciu v poradí krajov (graf č. 5). Zatiaľ čo v roku 2010 bol najvyšší podiel vyhlásených konkurzov v Bratislavskom kraji (ktorý má zároveň aj najvyšší počet vyhlásených konkurzov a v roku 2011 bol tretí v poradí), v roku 2011 sme najvyšší podiel vyhlásených konkurzov zaznamenali v Prešovskom kraji.

Graf č. 5: Podiel vyhlásených konkurzov v rokoch 2010 a 2011 v krajoch v percentách



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

Napriek tendencii k medzoročnému miernemu nárastu podielu vyhlásených konkurzov sme v rovnakých krajoch, kde došlo k medzoročnému poklesu počtu vyhlásených konkurzov, zaznamenali aj pokles ich podielu: Bratislavský, Žilinský, Trenčiansky a Trnavský kraj.

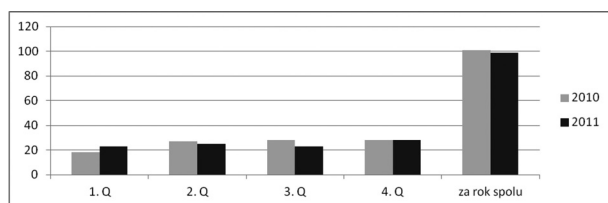
Medzi rokmi 2010 a 2011 sme zaznamenali výraznejšie rozdiely v poradí krajov z hľadiska podielu vyhlásených konkurzov najmä v Prešovskom kraji (štvrtý v roku 2010, prvý v roku 2011) a v Banskobystrickom kraji (šiesty v roku 2010, druhý v roku 2011).

Vývoj počtu a podielu povolených reštrukturalizácií

Na rozdiel od vývoja počtu vyhlásených konkurzov sme v roku 2011 zaznamenali mierny pokles počtu povolených reštrukturalizácií (99) v porovnaní s rokom 2010 (101) o 2 povolené reštrukturalizácie, t. j. o 1,98 % (graf č. 6). V porovnaní s počtom vyhlásených konkurzov je dlhodobou zrejme, že sa reštrukturalizácie ako alternatíva konkurzov využívajú v relatívne malej miere.

Tendencia vo vývoji počtu povolených reštrukturalizácií bola počas roku 2011 výrazne nerovnomerná (po náraste počtu povolených reštrukturalizácií v druhom štvrtroku nasledoval v treťom štvrtroku ich pokles a v štvrtom štvrtroku ich opätovný nárast). Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v roku 2010 bol v porovnaní s rokom 2011 viac rovnomerný (od druhého štvrtroku počet povolených reštrukturalizácií medzikvartálne rástol a v štvrtom kvartáli zostal oproti tretiemu kvartálu nezmenený).

Graf č. 6 - Vývoj počtu povolených reštrukturalizácií v jednotlivých štvrťrokoch roku 2010 a 2011 a za roky 2010 a 2011 celkom



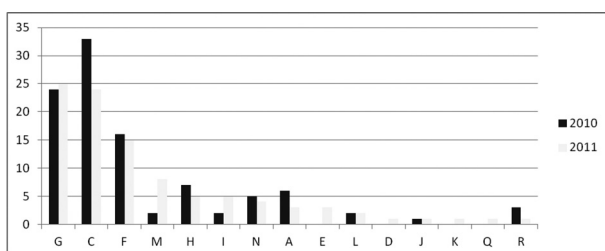
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

V piatich sekciách ekonomických činností nebola v rokoch 2011 a 2010 súčasne povolená ani jedna reštrukturalizácia: ťažba a dobývanie (sekcia B); vzdelávanie (sekcia P); ostatné činnosti (sekcia S); činnosti domácností ako zamestnávateľov; nediferencované činnosti v domácnostiach produkujúce tovary a služby na vlastné použitie (sekcia T) a činnosti extrateritoriálnych organizácií a združení (sekcia U). V roku 2010 k týmto piatim sekciám pribudli ešte štyri sekcie: dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K) a zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q).

Najväčší počet povolených reštrukturalizácií bol v obidvoch rokoch a s takmer rovnakým poradím (obdobne ako pri vyhlásených konkurzoch) v troch sekciách (graf č. 7): veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G, ktorá bola v roku 2010 druhá v poradí); priemyselná výroba (sekcia C, ktorá bola v roku 2010 prvá v poradí) a stavebníctvo (sekcia F).

Naopak, najmenší počet povolených reštrukturalizácií v obidvoch porovnávaných rokoch súčasne sme zaznamenali v dvoch sekciách: informácie a komunikácia (sekcia J) a činnosti v oblasti nehnuteľností (sekcia L).

Graf č. 7: Počet povolených reštrukturalizácií v rokoch 2010 a 2011 v sekciách ekonomických činností (odvetviach)

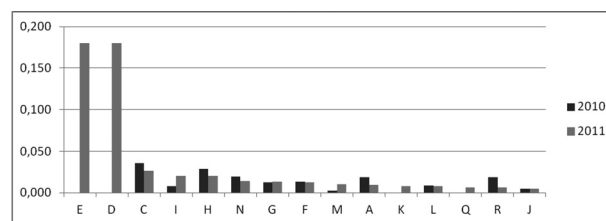


Napriek tendencii k medziročnému miernemu poklesu počtu povolených reštrukturalizácií sme v siedmych sekciách zaznamenali ich nárast: dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D); dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (sekcia E); veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov (sekcia G); ubytovacie a stravovacie služby (sekcia I); finančné a poisťovacie činnosti (sekcia K); odborné, vedecké a technické činnosti (sekcia M); zdravotníctvo a sociálna pomoc (sekcia Q).

Poradie sekcií podľa podielu povolených reštrukturalizácií sa v rokoch 2011 a 2010 výrazne odlišovalo (graf č. 8). Zatiaľ čo v roku 2011 mali najvyšší podiel povolených reštrukturalizácií sekcia E - dodávka vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov a sekcia D - dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (sekcia D), v roku 2010 v nich nebola povolená ani jedna reštrukturalizácia.

V roku 2010 mali najvyšší podiel povolených reštrukturalizácií sekcie: C - priemyselná výroba (v roku 2011 tretia v poradí), H - doprava a skladovanie (v roku 2011 piata v poradí) a N - administratívne a podporné služby (v roku 2011 šiesta v poradí). Naopak, najmenší podiel povolených reštrukturalizácií v obidvoch rokoch súčasne mala sekcia J - informácie a komunikácia.

Graf č. 8: Podiel povolených reštrukturalizácií v rokoch 2010 a 2011 v sekciách ekonomických činností (odvetviach) v percentách



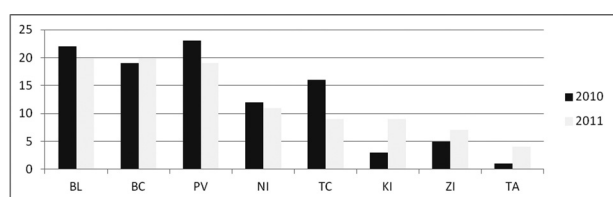
Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Napriek tendencii k medziročnému miernemu poklesu podielu povolených reštrukturalizácií sme v rovnakých siedmych sekciách, kde bol zaznamenaný nárast počtu povolených reštrukturalizácií, zaznamenali aj nárast ich podielu: sekcie D, E, G, I, K, M, Q.

Podľa údajov v grafe č. 9 nebolo poradie krajov z hľadiska počtu povolených reštrukturalizácií v porovnávaných rokoch zachované, aj keď posuny v poradí krajov boli minimálne (o jednu pozíciu). Výnimkou bol Trnavský kraj, v ktorom sme v obidvoch rokoch zaznamenali najmenší počet povolených reštrukturalizácií.

Najvyšší počet povolených reštrukturalizácií v roku 2011 bol v Bratislavskom (v roku 2010 bol druhý v poradí), Banskobystrickom (v roku 2010 bol tretí v poradí) a v Prešovskom kraji (v roku 2010 bol prvý v poradí).

Graf č. 9: Počet povolených reštrukturalizácií v rokoch 2010 a 2011 v krajoch

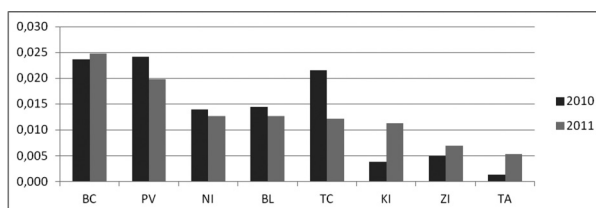


Zdroj: Univerzálny register Plus SR, SCB – Slovak Credit Bureau, s.r.o.

Napriek tendencii k medziročnému miernemu poklesu počtu povolených reštrukturalizácií sme v štyroch krajoch zaznamenali ich nárast: najviac v Košickom kraji, menší nárast v Trnavskom, Žilinskom a Banskobystrickom kraji.

Okrem Trnavského kraja, ktorý si zachoval pozíciu kraja s najnižším podielom povolených reštrukturalizácií a Bratislavského kraja, ktorý bol štvrtý v poradí v obidvoch porovnávaných rokoch, všetky ďalšie kraje zmenili svoju pozíciu v poradí krajov (graf č. 10). V roku 2011 bol najvyšší podiel povolených reštrukturalizácií v Banskobystrickom kraji (v roku 2010 bol druhý v poradí) a v Prešovskom kraji (v roku 2010 bol prvý v poradí).

Graf č. 10: Podiel povolených reštrukturalizácií v rokoch 2010 a 2011 v krajoch v percentách



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

Napriek tendencii k medziročnému miernemu poklesu podielu povolených reštrukturalizácií sme v rovnakých štyroch krajoch, v ktorých medziročne vzrástol počet povolených reštrukturalizácií zaznamenali aj nárast ich podielu: najviac v Košickom kraji, menší nárast v Trnavskom, Žilinskom a Banskobystrickom kraji.

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

O SPOLOČNOSTI SCB – SLOVAK CREDIT BUREAU:

Spoločnosť SCB - Slovak Credit Bureau zabezpečuje na Slovensku prevádzku dvoch slovenských úverových registrov, bankového a nebankového, prostredníctvom ktorých si banky a stavebné sporiteľne, resp. leasingové a splátkové spoločnosti overujú bonitu a schopnosť svojich klientov splácať budúce záväzky. Obom registrom SCB - Slovak Credit Bureau zabezpečuje aj technický servis a služby klientskych centier.

Spoločnosť SCB - Slovak Credit Bureau je prevádzkovateľom významného informačného portálu Univerzálny register Plus obsahujúceho komplexné informácie o všetkých subjektoch na Slovensku, vrátane informácií o ich platobnej disciplíne.

Spoločnosť SCB - Slovak Credit Bureau bola založená v máji 2004 a jediným akcionárom je medzinárodná skupina CRIF, štvrtý najväčší prevádzkovateľ úverových registrov a systémov pre podporu úverového rozhodovania na svete. Na českom trhu pôsobí prostredníctvom svojej sesterskej spoločnosti CCB - Czech Credit Bureau, a.s.

Prečo podniky implementujú integrované systémy riadenia rizika

Tatiana Varcholová – Lenka Dubovická

ÚVOD

Globalizácia, neustále zmeny v technológiách, podnikovom financovaní zvyšujú objem a zložitosť podnikateľských rizík a súčasne aj nároky na ich efektívne riadenie. Aktuálnou reakciou popredných nefinančných podnikov je prechod od tradičných modelov riadenia rizika k novým koncepciám, ktoré sa začínajú objavovať na konci 90-tych rokov 20. storočia pod názvom Enterprise Risk Management (ERM). Sú založené na integrovanom prístupe k riadeniu rizika na úrovni strategického manažmentu s využitím moderných analytických techník a zodpovedajúcej softvérovej podpory.

1./ MOŽNOSTI TRADIČNÝCH MODELOV RIADENIA RIZIKA

Domáce ale aj zahraničné výskumy poukazujú na to, že v súčasnosti väčšina podnikov vníma proces riadenia rizika z pohľadu tradičného modelu zameraného na vybrané finančné a špekulatívne riziká prostredníctvom rôznych produktov a operácií i vhodného interného auditu. Riziko sa bežne ovláda cez poistenie, deriváty a pod., ktoré sú v podstate finančné produkty, ale sú evidentné aj určité prvky riadenia rizika zameraného na operačnú (prevádzkovú) činnosť. V súvislosti s tradičným modelom riadenia rizika je nutné poznamenať, že identifikované riziká sa zabezpečujú oddelene s cieľom minimalizácie možných finančných strát v prípade nastátia rizikových udalostí.

Hoci izolovaný prístup k jednotlivým zložkám riadenia rizika sa snaží dosiahnuť funkčnú dokonalosť, môže ponúknuť iba krátkodobú zmluvnú ochranu osobitne voči každému špecifikovanému riziku. Tak vzniká problém: zabezpečiť efektívnejšie strategické riešenia zamerané viac na operačnú činnosť. Napríklad niektorí finanční riaditelia majú zaistené zmeny menových kurzov v zahraničnom obchode, čo umožňuje vedúcim prevádzky sa zameriavať na jadro výrobného

procesu. Avšak hedžing nemusí byť vždy najlepším riešením z hľadiska celopodnikovej perspektívy. Nové riziká v oblasti prevádzkovej činnosti (jedná sa najmä o riziká spojené s výmenou výsledkov výskumu a vývoja, zásob, ľudských zdrojov) zhoršujú celkové menové prostredie a vyžadujú prijatie dlhodobých riešení zameraných na zníženie kurzových strát cez komplexné zaistenia rizika na základe analytických štúdií na úrovni strategického riadenia. Čo sa týka poistenia, sú evidentné príklady, keď jednotlivé prevádzky jednej spoločnosti nakupujú poisťacie produkty bez toho, aby sa urobila analýza ich potreby zo širšej celopodnikovej perspektívy.

V súvislosti s použitím finančných derivátov alebo poisťacích produktov možno uviesť, že manažment podniku zlyhá v pohľade vidieť efekty za organizáciu ako celok, pretože nie je správne celé roky odčerpávať prostriedky na zaistenie a poistenie rizík, bez ohľadu na schopnosť zabezpečiť požadovaných výnosov. Je dôležité si uvedomiť, že deriváty podobne ako aj poistenie sú užitočné, avšak pri nedostatku informácií o výške a pravdepodobnosti potenciálnych strát, môžu spôsobiť viac škody ako úžitku. Uvedené naznačuje, že možnosti a dosah tradičných modelov riadenia rizika nie sú adekvátne súčasným požiadavkám, preto vzniká naliehavá potreba uplatnenia efektívnejších prístupov zohľadňujúcich celopodnikovú perspektívu.

2./ VLASTNOSTI NOVÝCH KONCEPCIÍ MANAŽMENTU RIZIKA

Nové koncepcie riadenia rizika označované ako systémy ERM (Enterprise Risk Management) sa líšia od tradičného prístupu orientáciou na strategické riadenie s cieľom vyvážiť podnikové portfólio rizík tak, aby bolo prijateľné pre rozvoj podniku ako celku. Sú chápané ako „skutočne holistický, integrovaný, dopredu hľadiaci a procesne orientovaný prístup riadiaci všetky kľúčové riziká a príležitosti - nielen finančné - s úmy-

slovo maximalizovať „shareholder value“ pre podnik ako celok.“ (DeLoach, 2000). Z tohto pohľadu systémy ERM sa vyznačujú najmä týmito vlastnosťami:

- ▶ riadenie rizika je integrované so strategickým manažmentom;
- ▶ príležitosti a riziká sú systematicky identifikované, analyzované, hodnotené a zdieľané všetkým zúčastneným na tvorbe a realizácii strategických rozhodnutí;
- ▶ riziko sa posudzuje vo vzťahu k zdrojom pre tvorbu hodnoty podniku: zákazníkom, partnerom distribučných kanálov, reťazcom dodávateľov, podnikovému intelektuálnemu a vedomostnému kapitálu, jeho procesom a systémom oceneným a optimalizovaným rovnako ako jeho fyzické a finančné aktíva;
- ▶ riziká a príležitosti sú sústavné monitorované a kontrolované;
- ▶ činnosť manažérov zodpovedných za riadenie rizika je transparentná a organizovaná tak, aby mohli rýchlo reagovať na vznikajúce príležitosti a hrozby.

Z odlišných vlastností základných modelov riadenia rizika sa odvíja aj chápanie ekonomických efektov, ktoré v prípade ERM prístupov sleduje nielen zachovanie hodnoty podniku, ale aj spôsoby zabezpečenia jej neustáleho rastu. Preto dosiahnutie očakávaného efektu ERM koncepcie riadenia rizika vyžadujú aj prehodnotenie doterajších poisťovacích a zaisťovacích aktivít v podnikoch. Manažéri zodpovední za tieto aktivity sú nútení zlepšovať svoje vedomosti týkajúce sa využitia možností nových poisťovacích a zaisťovacích produktov a orientovať na modernejšie miery a nástroje ohodnotenia rizík tohto typu. Úlohou podnikových manažérov rizika je vyhodnotiť navrhovaný transfer rizika v rámci celopodnikového riadenia rizík z pohľadu súhrnnej efektívnosti integrovaného systému. Takto chápaný systém riadenia rizika zaručuje podnikom komplexnejší pohľad na riadiace procesy s cieľom dosiahnuť konkurenčnú výhodu. Preto, že prostredie ERM poskytuje kvalitnejšie informácie pre tvorbu rozhodnutí, sa variabilita výsledkov a expozícii strát redukuje a príležitosti optimalizujú.

3./ IMPLEMENTAČNÁ ŠTRUKTÚRA ERM

Ako poukazujú viacerí odborníci, pri zavedení systémov celopodnikového riadenia rizika je potrebné rešpektovať skutočnosť, že ide o postupný manažérsky proces, ktorý je vnútorne prepojený na podnikovú stratégiu a podnikovú kultúru, pričom výsledky aplikácie systémov riadenia rizika nie sú v podniku väčšinou zjavné v krátkom časovom horizonte (De Loach, 2000; Lam, 2003; Meran, Al-Thani, 2005). Zároveň podotýkajú, že ERM nie je možné plošne aplikovať ako univerzálne riešenie. Existujúce implementácie sa v jednotlivých podnikoch navzájom líšia v závislosti od modelu podnikania a organizačnej štruktúry. Je však niekoľko základných častí ERM, ktoré by sa mali dôsledne aplikovať v každom podniku, rozhodnutom aktívne riadiť riziko na úrovni moderných poznatkov. Na základe publikovaných odporúčaní zahraničných odborníkov možno uviesť niekoľko procedúr, ktoré by mali byť spoločné pre všetky implementácie ERM:

- ▶ vymedzenie zámerov a cieľov,
- ▶ zavedenie jednotných definícií a pojmov („spoločného jazyka“),
- ▶ hodnotenie podnikateľského rizika,
- ▶ prehĺbenie kompetencií manažérov rizika,
- ▶ monitorovanie výkonnosti,
- ▶ nepretržité skvalitnenie procesov riadenia rizika.

Tieto implementačné procedúry umožňujú modelovať vývoj podniku s požadovanou úrovňou výkonnosti pri stanovenej výške akceptovateľného rizika. Najdôležitejšou úlohou ERM je zvyšovať kvalitu poskytovaných výsledných informácií pre správnu radu, vedenie podniku, zamestnancov, zákazníkov, dodávateľov na základe systematickej identifikácie, analýzy, merania a hodnotenia rizika na celopodnikovom základe. Dôsledná realizácia vymedzených implementačných krokov má pomôcť podnikom zvyšovať ich schopnosti ovládať riziko s cieľom zvyšovania hodnoty podniku.

Základným cieľom ERM je zosúladiť podnikové stratégie, procesy a možnosti s ohľadom na riziká a príležitosti. Vrcholový manažment pri definovaní zámerov by mal stanoviť prijateľnú úroveň rizika vzhľadom na špecifické podmienky. Tento zámer musí byť pretlmočený do oprávnených podnikových stratégií a politík.

Je dôležité, aby bol v celom podniku implementovaný systém riadenia rizika pochopený správne, čo je podmienené použitím jednotného komunikačného rámca zavedením jednotných definícií a pojmov používaných v procese riadenia rizika. Podľa DeLoacha (DeLoach, 2000) „spoločný jazyk“ v systémoch ERM treba považovať „za nástroj na uľahčenie a udržanie prebiehajúceho dialógu o riziku medzi všetkými zainteresovanými: vlastníkmi, manažérmi a zamestnancami a jeho vplyvov na podnikové procesy“. Keďže spoločný jazyk podporuje taktiež aktivity spojené s hodnotením rizika, jeho význam prekračuje úlohu komunikačného prostriedku.

Hodnotenie rizika v súlade s koncepciou ERM zahŕňa:

- ▶ identifikáciu kľúčových rizík a príležitostí s priamym dopadom na tvorbu hodnoty;
- ▶ analýzu príčin, resp. faktorov rizika ovplyvňujúcich hodnotu podniku;
- ▶ meranie rizika s využitím metód umožňujúcich stanovenie pravdepodobnosti intervalových hodnôt výsledkov podnikateľských stratégií (napr. metódy počítačovej simulácie Monte Carlo);
- ▶ tvorbu rozhodnutí na základe hodnotenia rizika; kontrolu a monitorovanie rizika.

Treba zároveň poukázať na potrebu prehĺbenia kompetencií manažérov rizika pri zabezpečení systému kontroly. Keďže s rastúcou mierou rizika môže akákoľvek procesná chyba spôsobiť nepriaznivý dopad na finančnú situáciu v podniku, funkcia rizikového manažéra je spojená s vysokou zodpovednosťou najmä za dôsledky prijatých rozhodnutí. Preto v systémoch ERM je nutné použiť na monitorovanie procesu realizácie riadenia rizika miery výkonnosti napr. v podobe finančno-ekonomických, resp. hodnotových ukazovateľov. Relevantné ukazovatele výkonnosti podniku by sa mali permanentne vyhodnocovať v súlade s prijatými štandardmi pri sledovaní plnenia zámerov a cieľov, vrátane formalizovaného ohlasovania situácie správnej rade a výkonným manažérom na rôznych stupňoch riadenia podniku. Nepretržité hodnotenie tohto procesu prispieva k dosiahnutiu stanovených cieľov, konkrétnych úspechov pri realizácii stratégií, dodržanie prijatých politík a určuje smer rozvoja prístupov pre riadenie rizík. Vedúci finanční manažéri veľkých ame-

rických spoločností poukazujú na to, že stratégia a politika bez monitorovania výkonnosti ostáva len na úrovni nádejí.

V praxi popredných podnikov sa osvedčili plány na skvalitnenie riadenia rizika v celopodnikovom zábere. Hlavnými prioritami týchto podnikov sú benchmarking, vzdelávanie a tréning. Rozširovanie vedomostí a informácií o riziku by malo byť v podniku podporované manažmentom na všetkých stupňoch riadenia a umožnené relevantnou informačnou a telekomunikačnou technológiou ako napr. internet, intranet a prostriedky elektronickej pošty. Tieto nástroje poskytujú účinnú podporu manažérom rizika na zverejnenie dôležitých informácií o riziku a príležitostiach, o možnostiach nových metód, modelov a nástrojov na hodnotenie rizika, pravidiel ich použitia v súlade napr. s medzinárodnými štandardmi riadenia rizika a pod.

4./ ÚLOHA ŠTANDARDOV MANAŽMENTU RIZIKA

Tvorcovia štandardov riadenia rizika sledujú ich poslanie v procesoch zefektívnenia systémov ERM. V súčasnosti existuje niekoľko štandardov riadenia rizika. Významnú úlohu pri zavádzaní systémov ERM až do roku 2009 zohrával austrálsky štandard AS 4360 (2004). Koncom roku 2009 medzinárodná organizácia pre štandardizáciu ISO publikovala novú verziu medzinárodných štandardov manažmentu rizika ISO 31000 pod názvom „Risk management – Principles and guidelines“ („Manažment rizika – Princípy a zásady“). Rozšírenou štandardnou aplikáciou najmä v USA zostáva verzia COSO ERM (2004), vo Veľkej Británii BS 31100 (2008) „Risk management – Code of practice“. V Slovenskej republike v súčasnosti je vydaná technická norma SNT ISO 31000 (2011) – „Manažérstvo rizika. Zásady a návod“, ktorá vychádza z medzinárodného štandardu ISO 31000:2009. Týmto štandardom odporúčaná štruktúra procesov ERM je prezentovaná ako postupnosť hlavných krokov riadenia rizika v podniku. Podľa ISO 31000 zavedenie integrovaného systému riadenia rizika v podniku by sa malo začať stanovením cieľov zabezpečujúcich vývoj podniku na úrovni požadovanej výkonnosti pri stanovenej výške akceptovateľného rizika. Najdôležitejšou úlohou ERM je zvyšovať kvalitu poskytovaných informácií pre správnu radu, vedenie podniku, zamestnancov, zákazníkov, dodávateľov na základe kva-

lifikovaného hodnotenia rizika pomocou metód systematickej identifikácie, analýzy a merania rizika s následným jeho ošetrením, neustálym monitoringom a prehodnotením kvality na celopodnikovom základe. Dôsledná realizácia týchto štandardných krokov hodnotenia rizika má pomôcť podnikom zvyšovať ich schopnosti ovládať riziko a príležitosti pri tvorbe hodnoty v súlade s podnikateľským modelom.

Inštitúcie pre štandardizáciu pôsobiace v rôznych krajinách na celom svete dostávajú od používateľov týchto štandardov požiadavky na zmeny, ktoré sa permanentne hodnotia a každé štyri roky sa vydáva prepracovaná verzia štandardov zohľadňujúca potrebné opatrenia. Z tohto dôvodu existujúce štandardy, okrem dodatkov, ktoré ich neustále rozvíjajú, podliehajú pravidelnému prehodnoteniu. Týmto je zabezpečené to, aby správne a dozorné orgány sa dohodli na zmenách v štandardoch v súlade s aktuálnymi poznatkami a praktikmi.

ZÁVER

Na základe uvedeného možno konštatovať, že manažéri, ktorí ešte doteraz znižovali váhu riadenia rizika, si stále viac uvedomujú, že úspešné aplikácie ERM môžu zvyšovať hodnotu podniku a znamenať konkurenčnú výhodu. Tieto zmeny vo vedomí najmä vrcholových manažérov vedú k celosvetovému trendu rozšírenia aplikácií ERM. Zároveň treba poznamenať, že aj keď neexistujú žiadne dokonalé prototypy systémov ERM, ich implementácia predpokladá dodržanie základných procedúr. Významnú podporu na zefektívnenie procesov ERM poskytujú vypracované me-

dzinárské a národné štandardy riadenia rizika. Tieto štandardy poskytujú základnú procesnú štruktúru riadenia rizika, ktorá by sa mala dôsledne aplikovať v každom podniku, rozhodnutom aktívne riadiť riziko na úrovni moderných poznatkov. Výsledný efekt ERM je predovšetkým spojený so zmenou celkovej podnikovej kultúry, ktorá musí byť upravená pre každý podnik osobitne.

LITERATÚRA

- DE LOACH, J. W.: *Enterprise-Wide Risk Management*. London : Prentice Hall 2000.
- INTERNATIONAL STANDARD ISO 31000 (2009) Risk management – Principles and guidelines, www.iso.org.
- LAM, J.: *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. New York : John Wiley & Sons, 2003.
- MERNA, T., AL-THANI, F. F.: *Corporate risk management: An Organisational perspective*. New York: John Wiley & Sons, 2005.
- STN ISO 31000 (2011). Manažerstvo rizika. Zásady a návod. www.sutn.sk.
- VARCHOLOVÁ, T., DUBOVICKÁ, L.: *Nový manažment rizika*. Bratislava : Iura Edition 2008.

*Autorkami článku sú
Dr.h.c. prof. Ing. Tatiana Varcholová, CSc.
a Ing. Lenka Dubovická, PhD.
z Podnikovohospodárskej fakulty v Košiciach,
EU Bratislava*

Dlhová kríza a možnosti jej riešenia

**Odborná diskusia organizovaná v spolupráci s IBM Slovensko s.r.o.
24. januára 2012, RVS Studené**

Slovenská asociácia podnikových finančníkov pri príležitosti začiatku nového roka 2012 zorganizovala v spolupráci s IBM Slovensko, s.r.o. koncom januára stretnutie finančníkov (členov aj nečlenov SAF) na odbornospoločenskom podujatí v RVS Studené. Správna rada SAF pre tento rok zvolila hore uvedenú diskusnú tému, ktorá sa javí ako kľúčová v danom období. Téma odbornú verejnosť oslovila, zúčastnilo sa jej viac ako 70 účastníkov.

Hlavný referát **Dlhová kríza v eurozóne – príčiny, riziká a riešenia** uviedol generálny štátny radca Ministerstva financií SR a Alternát Ekonomického a Finančného Výboru Rady Európskej Únie pán **Róbert Auxt**.

Vo svojom vystúpení sa zameril na odbornú argumentáciu príčin vzniku dlhovej krízy na základe analýzy makroekonomického a finančného vývoja v eurozóne. V ďalšej časti analyzoval vývoj rizík, stratu dôvery, „deleveraging“ a ich dopad na ekonomiku. V záverečnej časti prezentoval záchranné mechanizmy a nevyhnutné opatrenia pre reformu ekonomického riadenia.

S koreferátom k problematike dlhovej krízy vystúpil **bývalý guvernér NBS pán Ivan Šramko**. Vo svojom vystúpení sa zameril hlavne na problematiku zvyšovania dôvery a na riešenia prijímané v rámci eurozóny, analyzoval dopady krátkodobých a dlhodobých opatrení.

V diskusii boli vyslovované otázky a stanoviská zamerané hlavne do oblasti prijatých a plánovaných riešení tak na úrovni Európskej únie ako aj na úrovni Slovenska. Zástupcovia bankového sektora vyjadrili obavy z príliš silnej regulácie bánk, čím by sa podstatne znížil priestor pre poskytovanie úverov hlavne malým a stredným podnikom.

Pán **Marián Bódi, finančný riaditeľ IBM Slovensko, s.r.o.** sa vo svojom vystúpení zameril na riadenie rizík podniku. Charakterizoval jednotlivé typy rizík a ich vzťah k financiám podniku, resp. k postaveniu podniku na trhu a dôležitosť systémového riadenia

všetkých rizík. Teoretické prístupy ilustroval na prístupe IBM k monitorovaniu a vyhodnocovaniu finančných rizík v jednotlivých krajinách.

Príspevky pánov Auxta a Bódiho sú uverejnené v rubrike „Odborné a teoretické témy“ v tomto čísle časopisu Finančný manažér ako aj na našich stránkach www.asocfin.sk.

*Eduard Hozlár
tajomník SAF*



M. Bódi, finančný riaditeľ IBM Slovensko



Predsednícky stôl zľava: M. Bódi, R. Auxt, M. Galamboš (moderátor), I. Šramko



RVS Pohľad na účastníkov

Odborný seminár k daňovej kontrole po novom

Komisia SAF pre dane a clá zorganizovala dňa 1. marca 2012 odborný seminár na tému **Daňová kontrola vo svetle daňového poriadku a súvisiace ustanovenia**. Seminár sa konal v Rokovacej miestnosti Ekonomickej univerzity v Bratislave. Lektorkou bola Ing. Božena Jurčíková, dlhoročná pracovníčka daňových orgánov predovšetkým v oblasti výkonu daňových kontrol pre vybrané daňové subjekty. Posledných 10 rokov pracovala na ministerstve financií, na odbore priamych daní (zákon o dani z príjmov) a správy daní (zákon o správe daní). Spolupracovala na príprave legislatívnych návrhov zákona o dani z príjmov, zákona o správe daní a daňového poriadku.

Na seminári boli prediskutované nasledujúce témy:

- ▶ Východiska nového procesného zákona pri správe daní - zákon č. 563/2009 Z. z. o správe daní (daňový poriadok) v znení neskorších predpisov (reforma daňovej a colnej správy, rozhodnutia Ústavného súdu SR a rozhodnutia NS SR premietnuté do daňového poriadku).
- ▶ Vybrané a všeobecné ustanovenia daňového poriadku: predmet a rozsah pôsobnosti daňového poriadku, základné pojmy, základné zásady správy daní, miestna a vecná príslušnosť, zastupovanie.
- ▶ Nové ustanovenia zákona - napr. používanie jazyka pri správe daní, elektronické služby, nultné rozhodnutie, osobný účet daňového subjektu.
- ▶ Zmeny v doručovaní písomností správcovi dane vypustené ustanovenia zo zákona - napr. registračná povinnosť, úrok z omeškania v prospech daňového subjektu, sťažnosť úkony zabezpečujúce priebeh a účel správy daní: zápisnica a úradný záznam, dožiadania, nazeranie do spisov, dokazovanie, počítanie lehôt, doručovanie písomností.
- ▶ Daňová kontrola vrátane: postupu pri daňovej kontrole, priebeh a ukončenie daňovej kontroly, protokol, lehota na vykonanie daňovej kontroly, práva a povinnosti daňového subjektu pri daňovej kontrole, určenie dane podľa pomôcok, postup vyrubovacieho konania po vykonanej daňovej kontrole, nový postup pri dokazovaní zistení uvedených v protokole o daňovej kontrole vykonanej v rámci vyrubovacieho konania predložených dôkazov daňovým subjektom.
- ▶ Zánik práva vyrubiť daň: Úlava na dani a odpustenie daňového nedoplatku a úľavy zo sankcie a odpustenie sankcie: zodpovednosť za porušenie povinností (správne delikty, pokuty, úrok z omeškania).

*Eduard Hozlár
tajomník SAF*

ENGLISH SUMMARY

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

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Miloslava Zelmanova, editor-in-chief. She introduces new issue of the journal and introduces contemporary (economic) challenges for the year 2012.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

MONITORING AND EVALUATION OF CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES

Barbora LAZÁROVÁ

ANALYTICAL TOOLS – WAY TO COMPETITIVE ADVANTAGE

Marian BÓDI

EUROZONE AND ITS MACROECONOMIC INBALANCES

Robert AUXT

INVESTMENTS OF FREE CASH-FLOW IN NON-STANDARD DERIVATIVES

Boris ŠTURC - Natália ŽOLDÁKOVÁ

FUNDAMENTAL ASPECTS OF FINANCING BY PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL

Katarína ORAVÍKOVÁ PODOLIAKOVÁ

ENTERPRENEURSHIP IN SLOVAKIA: HIGH ACTIVITY, FINANCING IS NOT A MAIN PROBLEM

Anna PILKOVÁ - Marian HOLIENKA

DEVELOPMENT OF BANKRUPTCIES AND RESTRUCTURALIZATIONS IN SLOVAKIA IN 2011 AND COMPARISON WITH 2010

Jana MARKOVÁ

WHY COMPANIES IMPLEMENT INTEGRATED RISK MANAGEMENT SYSTEMS

Tatiana VARCHOLOVÁ – Lenka DUBOVICKÁ

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

Debt crisis and possible solutions (professional seminar of SAF) – E. Hozlár

New ways of tax control (professional seminar of SAF) – E. Hozlár