

3
2018
Ročník II.

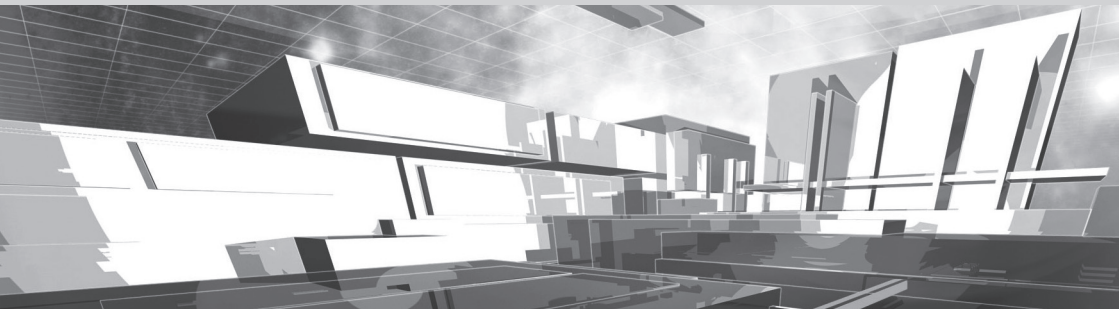


REFLEXIE

Kompendium teórie a praxe podnikania

ANALÝZA ZISKOVOSTI TRHU





REFLEXIE Kompendium teórie a praxe podnikania Analýza ziskovosti trhu

Číslo 3/2018, ročník II., dátum vydania: 28. september 2018
Vychádza štyrikrát ročne

EV 5549/17

Odborné texty

Redakčná rada

© Dr.h.c. prof. PhDr. Ing. Štefan Kassay, DrSc.

Ing. Anna Diačiková, PhD. – vedúci redaktor

Mgr. Karol Čarnogurský, PhD.

prof. Ing. Alena Daňková, CSc.

Mgr. Anna Chocholáková, PhD.

Ing. Lucia Kassayová, MBA

doc. ThDr. PaedDr. Anton Lisník, PhD.

Mgr. Peter Madzík, PhD.

Recenzenti

prof. Ing. Viktória Bobáková, PhD.

prof. Ing. Vanda Lieskovská, PhD.

Ing. Kamil Mikulič, CSc.

Grafický dizajn

Dušan Ščepka

Mgr. Milan Pudiš

Jazyková úprava

Ing. Gabriela Smerigová

Vydala a vytlačila

Katolícka univerzita v Ružomberku

VERBUM – vydavateľstvo KU

Hrabovská cesta 5512/1A

034 01 Ružomberok

IČO 37 801 279

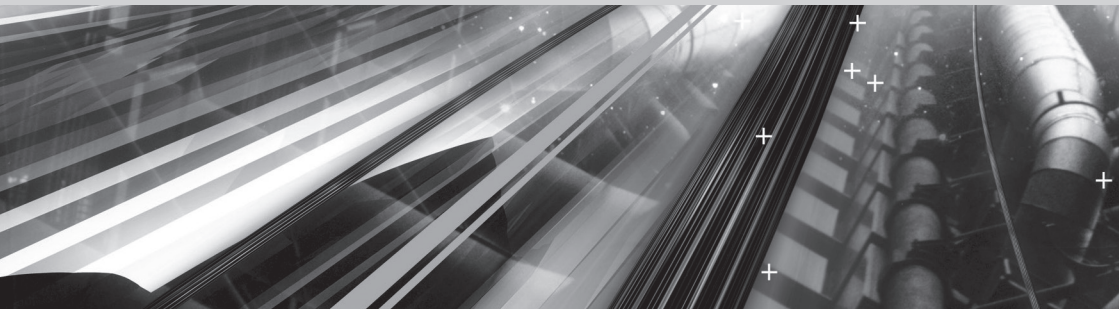
ISSN

2585-7428

Cena

5,- Eur

OBSAH



Ocenenie pre časopis REFLEXIE..... 10

PREDSLOV Anna Diačiková 11

1. kapitola Reporting a monitoring finančnej výkonnosti 13

Hodnotenie finančnej situácie podniku 15

Analýza absolútnych finančných ukazovateľov 18

Analýza pomerových finančných ukazovateľov 19

Ukazovatele likvidity 21

Ukazovatele aktivity a produktivity 22

Ukazovatele zadlženosti 23

Ukazovatele rentability (výnosnosti) 25

Ukazovatele trhovej hodnoty 29

Medzipodnikové porovnávanie 31

Príloha 1

Medzipodnikové porovnanie finančnej situácie 33

Predikčné (bankrotové) modely 36

Altmanov model (Z-skóre) 37

Index IN (upravený Altmanov model) 38

Rýchly test 39

Index bonity 40

Tafflerov model 42

Beermanova diskriminačná funkcia 42

Finančné plánovanie orientované na cieľovú funkciu ... 44

Riadenie cash flow v procese tvorby nových hodnôt 45

Podstata cash flow 46

Prognózovanie cash flow 53

Finančné krytie 55

Príloha 2

Predikcia finančnej stability podniku 57

2. kapitola

Riadenie podnikových finančných zdrojov 63

Podstata fungovania finančného trhu 65

Modely finančného sprostredkovania 67

Systém finančných nástrojov 69

Cenné papiere – nástroje finančného trhu 70

Obchodovanie s cennými papiermi 71

Typy burzových obchodov a špekulácií 72

Podstata cenných papierov 73

Krátkodobé cenné papiere peňažného trhu 76

Štátne pokladničné poukážky 76

Depozitné certifikáty 77

Komerčný papier 77

Zmenka 77

Šek 78

Cenné papiere na produkty 78

Dlhopisy 79

Štátne dlhopisy 83

Podnikové dlhopisy 84

Komunálne dlhopisy 85

Hypotekárne záložné listy	86	Zdaňovanie dividend v podmienkach SR	130
Obchod s dlhopismi	87	Rok 2017 – významný medzník zdaňovania podielov na zisku vo forme dividend	130
Podielové listy	87	Podmienky realizácie dividendovej politiky	131
Výkonnosť fondov	89	Informačný obsah dividend	132
Druhy Investičných fondov	90	Rozhodovanie o výške dividend	132
Príloha 3		Ovplyvňovanie realizácie dividendovej politiky	133
Výpočet výkonnosti podielových fondov	93	Legislatívne faktory	134
Druhy finančných trhov	95	Vymedzenie ochrany investora	135
Peňažný trh	96	Postavenie práva majoritného akcionára na úkor drobných akcionárov	137
Kapitálový trh	97	Ochrana investorov v EÚ a kompenzačné schémy	138
Inštitúcie kapitálového trhu v SR	100	Informačné povinnosti investora a etika podnikania	138
Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.	101	Kapitálová prírmanosť	139
Centrálny depozitár cenných papierov, a.s.	101	Finančné faktory	140
Mimoburzový trh	103	Objektívne faktory	140
Úverový trh	105	Vplyv inflácie pri rôznych druhoch dividendovej politiky	140
Devízový trh	106	Exkurz 2	
Devízy	106	Bankrot Enronu	141
Vonkajšie prostredie devízových trhov	111	Vplyv veľkosti podniku na dividendovú politiku	142
Finančné inštitúcie a ostatní účastníci devízového trhu	112	Subjektívne faktory	143
Finančné nástroje v zahraničných menách	112	Ostatné faktory	143
Druhy devízových obchodov	112	Možnosti uplatňovania dividendovej politiky v SR	144
Formy platobného styku	113	Príloha 4	
3. kapitola		Dividendová politika podnikov v SR	146
Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky	119	Dividendová politika akciových spoločností na trhu BCPB	147
Názorové rozdiely na dividendovú politiku podniku ...	120	Výplata dividend akciovej spoločnosti Slovnaft, a. s. Bratislava	148
Druhy dividendovej politiky	121	Prípádová štúdia 1	
Alternatívy uplatnenia dividendovej politiky	122	Dividendová politika	
Exkurz 1		Všeobecnej Úverovej Banky a. s.	151
Vplyv dividendovej politiky na hodnotu podniku..	124	Obchodovanie s akciami VÚB	152
Dividendová politika v kontexte s investičnými zámermi ...	125	Rozhodnutie o výplate dividend	152
Dividendy ako druh finančného výnosu	126	Spôsob a miesto výplaty dividendy	155
Druhy dividend	126	Zdaňovanie príjmu z dividend	156
Členenie podľa druhu akcie	127		
Členenie podľa formy vyplácania	128		
Členenie podľa intervalu vyplácania	128		
Členenie podľa pravidielnosti vyplácania	129		
Právna úprava dividend	129		

4. kapitola

Úloha centrálnej banky vo finančnom systéme podniku 159

Dohľad nad finančným trhom 161

Banky a bankový systém 163

Jednotný trh finančných služieb v rámci EÚ 163

Akčný plán pre finančné služby 164

Smerovanie búrz cenných papierov 165

Finančné nástroje 166

Formy podpory 168

Harmonogram inovatívnych finančných nástrojov 170

Financovanie podnikov 171

Založenie podniku na základe výzvy na upísanie akcií 172

Založenie podniku bez výzvy na upísanie akcií 173

Zvyšovanie základného imania upísaním nových akcií s emisným ážiom v akciovej spoločnosti

a prídelom zo zisku 173

Exkurz 3

Účtovný príklad zvýšenia základného imania podniku 174

Premeny podnikateľského prostredia a predpoklady ďalšieho rozvoja 176

Príloha 5

Financovanie rizikového kapitálu podniku 180

Financovanie rizikového kapitálu pre malé a stredné podniky 180

Fondy rizikového kapitálu 182

Finančná pomoc na podporu inovácií 183

Podpora budovania verejnej infraštruktúry – projektov verejno-súkromného partnerstva 184

Oblasti využitia inovatívnych finančných nástrojov v rámci programu – Znalostná ekonomika (ZE) 184

Podpora konkurencieschopnosti podnikov a služieb prostredníctvom inovácií 185

Výskum a vývoj 188

Príloha 6

Harmonizácia slovenskej legislatívy v oblasti kapitálového trhu s legislatívou EÚ 189

Jednotný trh finančných služieb 191

Príloha 7

Obchodovanie na burze cenných papierov 193

Prípadová štúdia 2

Financovanie vydaním emisie podnikových dlhopisov v podmienkach I.D.C Holding, a.s. 197

Proces vydávania dlhopisov v podmienkach I.D.C.

Holding, a.s. 198

Emisia dlhopisov 199

Prijatie dlhopisov na burzu cenných papierov 200

Výhody a nevýhody vyplývajúce z obchodovania dlhopisov na kótovanom paralelnom trhu burzy 201

Splatenie dlhopisov 204

Redakčná rada informuje čitateľov, že v časopise sú uvádzané prípadové štúdie s použitím meny – SKK (slovenská koruna), ktorá sa na Slovensku používala do roku 2009, pretože zdrojové texty z edície RIADENIE použité v časopise REFLEXIE, boli vytvorené tesne pred týmto dátumom. Napriek tomu uvedené príklady nestrácajú na aktuálnosti v ponechanej starej mene, avšak, keby sme ich mechanicky prepočítali platným prepočítavacím kurzom (30,126 SKK za 1 Euro), nezodpovedali by súčasným absolútnym hodnotám a boli by mätúce.

Ocenenie pre časopis REFLEXIE

Časopis REFLEXIE – Kompendium teórie a praxe podnikania získal prestížne ocenenie PODNIKOVÉ MÉDIUM ROKA 2017 v konkurencii slovenských tlačenejých a elektronickjých médií.

Na slávnostnom vyhodnotení jubilejného 15. ročníka celoslovenskej súťaže **Podnikové médium roka 2017**, ktorej vyhlasovateľom je Klub podnikových médií na Slovensku a Slovak Business Agency, získal jednu z hlavných cien súťaže – cenu **PhDr. Mariána Matyáša pre ojedinelé projekty v oblasti podnikových médií** – časopis REFLEXIE. Táto cena sa udeľuje od roku 2007 a získali ju v minulosti mnohé významné inštitúcie a podniky za mimoriadne kvalitné projekty.

Súťaž ponúka overenie kvality médií organizácií v konkurencii iných účastníkov z celého Slovenska a prispieva k celkovému zvyšovaniu úrovne komunikácie, jej kultivovaniu a ku kvalite médií rôznych organizácií, či už miest, obcí, samosprávnych krajov, podnikov, či neziskových a rozpočtových organizácií v krajine.

Pre autorský kolektív časopisu je tento úspech významným ocenením, overením jeho kvality a zároveň zaväzujúcim v nepolávaní tvorivého úsilia.

Redakčná rada časopisu Reflexie



PREDSLOV

Anna Diačiková, vedúci redaktor časopisu Reflexie

Odborný časopis **REFLEXIE – Kompendium teórie a praxe podnikania** prináša, ako je zrejme z jeho titulu – praxou overenú teóriu, resp. teóriu overenú v praxi – dielo *Podnik a podnikanie* – od renomovaného autora a úspešného slovenského podnikateľa, vedca a pedagóga, Dr.h.c. prof. PhDr. Ing. Štefana Kassaya, DrSc.

Doma i v zahraničí (dielo vyšlo v piatich jazykoch – slovensky, anglicky, rusky, poľsky, maďarsky) je známe jeho 5-zväzkové dielo pentalógia Podnik a podnikanie (4 500 strán textu), ktoré sa snaží zrealizovať teoretické prístupy o podnikaní a tým zjednodušiť štúdium študentov vysokých škôl a postgraduálneho štúdia, doktorandov, ale je tiež využiteľné pre pedagógov, manažérov, či samotných akcionárov podnikov.

Uľahčiť dostupnosť tejto literatúry a priblížiť sa predovšetkým slovenským a českým študentom a ich pedagógom, vznikol v spolupráci s Katolíckou univerzitou v Ružomberku unikátny projekt, ktorý formou časopisu REFLEXIE prinesie pentalógiu všetkým, ktorí prejavia záujem a to prijateľnou formou. Pentalógia je štruktúrovaná do 18 hlavných tém a vychádza zo známej metodiky Balanced Scorecard (BSC) vypracovanej Robertom Kaplanom a Davidom Nortonom. Výkonnosť podniku je aplikáciou tejto metodiky hodnotená prostredníctvom štyroch vyvážených perspektív (finančnej perspektívy, zákazníckej perspektívy, perspektívy interných podnikových procesov a perspektívy učenia sa a rastu) a v pentalógii je rozšírená o perspektívu podnikateľského prostredia, od ktorej sa ďalej odvíjajú BSC perspektívy podniku.

Časopis Reflexie vám postupne prinesie všetkých päť perspektív v nasledovnom logickom poradí:

1. Perspektíva podnikateľského prostredia:

• Vodcovia a manažéri • Rozhodujúce hľadiská manažérskej praxe • Podniková stratégia • Organizačné štruktúry

2. Finančná perspektíva:

• Teoretické základy a podmienky fungovania podnikovej finančnej politiky • Finančné riadenie podniku • Analýza ziskovosti trhu • Investičná stratégia a investičné projekty

3. Zákaznícka perspektíva:

• Teória komunikácie a jej využitie v podnikovej praxi • Komponenty viacprerezovej komunikácie (A) • Komponenty viacprerezovej komunikácie • Starostlivosť o zákazníka

4. Perspektíva interných podnikových procesov:

• Základy projektovania inovatívneho podniku • Projektovanie globálne koncipovaného podniku (A) • Projektovanie globálne koncipovaného podniku (B) • Realizácia projektov v priemyselnej praxi

5. Perspektíva učenia sa a rastu:

• Človek, znalosti a znalostná spoločnosť • Prípadové štúdie • Nový svet, nové príležitosti • Prílohy, záverečné konštatovania

Pentalógia bola spracovaná na prelome milénia, v neustále sa ekonomicky, spoločensky a politicky meniacom prostredí, avšak generalizujúce závery, overené časom, sú platné aj v súčasnosti.

Ing. Anna Diačiková, PhD.



Podľa uvedeného konceptu je možné finančné riadenie a vnútornú kontrolu hodnotiť ako nepretržitý proces prijímania rozhodnutí vykonávaný vlastníkami podniku, manažmentom a ostatnými pracovníkmi, ktorého účelom je poskytnúť primerané ubezpečenie, že sa plnia ciele v oblastiach:

- účelnosť a efektívnosť vykonávaných činností,
- spoľahlivosť finančného výkazníctva,
- dodržiavanie platnej legislatívy a existujúcich predpisov.

Mimoriadne dôležitým faktorom, ktorý vyplýva z uvedenej definície finančného riadenia a kontroly, je vplyv rizika na uskutočňovanie konkrétnych finančných rozhodnutí. Z pohľadu jednotlivých osôb zodpovedných za konkrétne finančné rozhodnutie to znamená, že vedenie podniku je zodpovedné za vytvorenie systému vnútornej kontroly, ktorý poskytne primerané ubezpečenie o plnení cieľov a zabezpečí zvládnutie rizika na prijateľnej úrovni. Východisko v úvahách pracovníkov zodpovedných za finančné riadenie pri výbere vhodných finančných rozhodnutí zabezpečujúcich rozvoj podniku predstavuje otázka finančnej situácie podniku. Riadenie nákladov, likvidity, investícií aj peňažných tokov si vyžaduje existenciu informácií, ktoré zaručujú účinnú kontrolu dosahovaných finančných výsledkov na základe zrozumiteľného jednoznačného a transparentného stanovenia cieľov pre jednotlivé úrovne podnikových činností. Zabezpečenie kvalitných informácií, ktoré vytvárajú predpoklady pre vedenie podniku na výber optimálnych finančných rozhodnutí, je zložitou úlohou. Vzhľadom na tento fakt je uvedená oblasť predmetom samostatnej činnosti, nazývanej reporting. Reporting finančnej situácie v rámci systému finančného riadenia úzko súvisí okrem finančného rozhodovania aj s finančným plánovaním, finančnou kontrolou a finančnou analýzou. V tejto súvislosti sa reporting označuje v ekonomickej literatúre ako mechanizmus monitorovania priebehov procesov v podniku, ktorý má dávať riadiacim pracovníkom kvalitné informácie zo všetkých oblastí riadenia na základe spracovaných reportov (z angl. výkaz, správa).³

Za hlavnú úlohu reportingu finančnej situácie je možné považovať tvorbu komplexného monitorovacieho systému ukazovateľov a informácií (indikátorov), vychádzajúcich z podnikových účtovných, daňových a manažérskych výkazov (manažérského účtovníctva). Ten umožňuje prijímať optimálne rozhodnutia týkajúce sa ďalšieho rozvoja podniku.

V súvislosti s požiadavkou na komplexné hodnotenie finančnej situácie podniku majú dôležité miesto vo finančnom riadení finančné ukazovatele konštruované na báze pridanej hodnoty. Ako príklad spomínaných indikátorov možno uviesť tieto ukazovatele:

- Trhom pridaná hodnota (MVA – Market Value Added), ktorá sa vypočíta podľa vzorca:

$$MVA = P - BV$$

kde:

MVA – trhom pridaná hodnota,

P – tržová cena vlastného imania, prípadne vnútorná hodnota podnikových akcií,

BV – účtovná hodnota vlastného imania.

Pre vlastníka je daná ekonomická aktivita efektívna ak je $MVA > 0$.

- Ekonomická pridaná hodnota (EVA – Economic Value Added), vyjadrená vzorcom:

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

³ Harumová, A.: Reporting odložených daní. Bratislava, Epos 2003, s. 8.

kde:

EVA – ekonomická pridaná hodnota,

NOPAT – čistý prevádzkový zisk po zdanení, resp. čistý zisk z hlavnej podnikovej činnosti (Net Operating Profit After Tax), počítaný ako $EBIT \times (1 - t)$,

WACC – priemerné náklady kapitálu (Weighted Average Cost Of Capital),

EBIT – zisk pred zdanením a úrokmi (Earnings Before Interests and Taxes),

t – sadzba dane z príjmu,

C – celkový investovaný kapitál.

Z pohľadu vlastníka je daná ekonomická aktivita efektívna ak je $EVA > 0$.

- Súhrnná produktivita výrobných faktorov (TFP – Total Factor Productivity). Tento ukazovateľ vyjadruje pomer podnikových výstupov k podnikovým vstupom. Daná ekonomická aktivita je z pohľadu vlastníka efektívna, ak je tento pomer väčší ako 1.

Procesný prístup k hodnototvornému procesu v podniku, spolu s dôrazom na ukazovatele charakteru pridanej hodnoty, umožňujú vytvárať sústavy finančných ukazovateľov, ktoré slúžia ako nástroje na posúdenie výkonnosti podniku (nástroje podnikovej diagnostiky). Posúdenie výkonnosti podniku je predmetom hodnotenia finančnej situácie.

Hodnotenie finančnej situácie podniku

Stanovenie cieľov podniku si vyžaduje poznať jeho finančnú situáciu. Dokonalá znalosť finančnej situácie podniku je nevyhnutnou podmienkou, aby sa pri jeho úspešnom riadení dosahoval rast vlastného imania na základe trvalej ziskovosti. Na druhej strane slúži hodnotenie finančnej situácie pre záujmové skupiny na sledovanie podnikových aktivít, kontrolu výkonnosti a riadiacich schopností manažmentu. Prostriedkom na dokonalé zhodnotenie situácie podniku je finančná analýza. Hodnotenie finančnej situácie sa spája s permanentným monitoringom výsledkov podnikateľských aktivít a porovnávaním získaných hodnôt s konkurenciou. Informácie získané prostredníctvom hodnotenia podnikovej finančnej situácie slúžia aj na zistenie, či stanovené stratégie a ich implementácia zlepšujú postavenie podniku na trhu. Finančná analýza ako nástroj na hodnotenie finančnej situácie tiež dáva podklady pre prijímanie rozhodnutí, ktoré by mali viesť k vyššej hospodárnosti, efektívnosti a účelnosti podnikových aktivít. Ukazovatele finančnej analýzy umožňujú komplexne posúdiť finančné zdravie podniku a predpovedať jeho budúci vývoj.

Finančná analýza je významná oblasť finančného riadenia podniku, ktorá nielenže hodnotí vývoj v podniku na základe dosiahnutých výsledkov (princíp spätnej väzby), ale zároveň identifikuje väzby medzi predpokladaným výsledkom budúcich rozhodnutí a realitou (princíp väzby dopredu). Reálne hodnotenie skutočnosti si vyžaduje čo najkomplexnejšie zachytenie všetkých podstatných aspektov podnikovej činnosti.

Pri analýze finančnej situácie podniku je potrebné venovať pozornosť vplyvu externých a interných činiteľov na finančnú situáciu. Medzi externé činitele pôsobiace na podnik z jeho okolia patrí rozpočtová politika štátu, stav meny a monetárna politika bánk, vývoj miery inflácie a pod. Podnik svojím správaním ovplyvňuje externé činitele len nepatrne. Musí ich akceptovať ako dané a prispôbiť im svoje aktivity. Externé činitele majú objektívny charakter.

Interné činitele, ktoré môže podnik svojimi aktivitami ovplyvniť, majú subjektívny charak-

ter. Možno ich zoskupiť do objemových ukazovateľov, ktoré sa delia na:

- kvantitatívne, ktoré predstavujú objem činnosti a sú vyjadrené objemom výnosov, tržieb, pridanej hodnoty a pod.
- kvalitatívne, ktoré sú výsledkom efektivity a rentability podnikových procesov a vyjadrujú úroveň transformačného procesu (premeny vstupov na výstupy).
- Na základe poznania interných činiteľov môže byť
- definované postavenie podniku na trhu a tým jeho
- ďalší potenciál. Finančná analýza je efektívna, ak sú
- jej výsledkom informácie, ktoré umožnia:
- identifikovanie slabých stránok podniku, ktoré by mohli v budúcnosti viesť k problémom,
- identifikovanie silných stránok, o ktoré sa podnik môže opierať pri stanovení svojej finančnej stratégie,
- definovanie príležitostí podniku,
- určenie hrozieb pre podnik.

Finančná analýza má byť východiskom pre manažment v procesoch prijímania rozhodnutí. Významným prínosom finančnej analýzy pri uskutočňovaní efektívnych rozhodnutí manažmentu je poskytovanie zdrojových informácií pri zostavovaní SWOT analýzy, ktorá umožňuje identifikovať silné a slabé stránky podniku na jednej strane a príležitosti a ohrozenia v podnikateľskej činnosti na druhej strane.⁴ Vedenie podniku musí zabezpečiť, aby boli vo vzájomnej rovnováhe tri oblasti podnikových činností:

- trhovú hodnotu podniku,
- uspokojovanie spotrebiteľských požiadaviek,
- verejné záujmy.

Túto dôležitú požiadavku je potrebné zohľadniť pri rozhodnutiach o podnikových cieľoch a musí byť zohľadnená aj v podnikovom finančnom pláne. Uvedený náročný cieľ si vyžaduje zabezpečiť výkon monitorovacích a hodnotiacich činností zo strany vedenia podniku.

Hlavným zdrojom informácií pre finančné analýzy uskutočňované v rámci riadiacej a kontrolnej činnosti sú výkazy, ktoré vychádzajú z účtovnej závierky podniku. Sú to:

- Výkaz ziskov a strát (výsledovka), ktorý poskytuje informácie o nákladoch, výnosoch a hospodárskom výsledku podniku. Má vecnú a logickú väzbu na súvahu. Umožňuje identifikovať činitele ovplyvňujúce hospodársky výsledok podniku. Údaje vo výkaze majú kumulatívny charakter v rámci roka. Výnosy, náklady a hospodársky výsledok sú vykazované za prevádzkových, finančnú a mimoriadnu činnosť.
- Bilancia (súvaha), poskytujúca informácie o majetku podniku (aktíva) a finančných zdrojoch jeho krytia (pasíva). Medzi výkazom ziskov a strát a bilanciou existuje vzájomná prepojenosť prostredníctvom dosahovaného hospodárskeho výsledku podniku, ktorý (ako rozdiel medzi podnikovými výnosmi a nákladmi) ovplyvňuje hodnotu vlastného imania podniku. Rozhodujúcu úlohu v tomto prípade však zohráva hodnota hospodárskeho výsledku po zdanení.
- Výkaz cash flow (prehľad peňažných tokov), ktorý poskytuje informácie o príjmoch a výdavkoch podniku. Tieto údaje sú významným informačným zdrojom finančnej analýzy. Sú nevyhnutným doplnkom výkazu ziskov a strát. V podvojnom účtovníctve sa náklady

⁴ SWOT je skratkou začiatkových písmen anglických slov Strengths (silné stránky), Weaknesses (slabé stránky), Opportunities (príležitosti), a Threats (ohrozenia, hrozby). Príklad použitia SWOT analýzy je v knihe Kassay, Š.: Podnik a podnikanie – Podnikateľské prostredie. 1. zväzok. Bratislava, VEDA, Vydavateľstvo SAV 2006, s. 372 a 480.

a výnosy účtujú do obdobia, s ktorým vecne a časovo súvisia (tzv. uplatnenie akruálneho princípu v účtovníctve). Z uplatňovania akruálneho princípu v účtovníctve potom vyplýva, že výnosy podniku sa nerovnajú príjmom, náklady sa nerovnajú výdavkom a hospodársky výsledok sa nezhoduje s disponibilnými peňažnými prostriedkami.

- Manažérske výkazy slúžia na sledovanie vnútro podnikových aktivít a väzieb na dodávateľov a odberateľov ako aj koncových zákazníkov (Stakeholders) a pre potreby vlastníkov (Shareholders). Slúžia na meranie výkonnosti podniku.

Na výpočet niektorých pomerných ukazovateľov sú okrem údajov z výkazov účtovnej závierky využívané i údaje z kapitálového trhu, napr. trhová cena akcie, informácie z podnikovej evidencie o počte pracovníkov, ich štruktúre (na výpočet ukazovateľov produktivity) a pod. Finanční analytici, najmä externí⁵, využívajú na finančnú analýzu podniku aj iné informačné zdroje, ako sú napr. výročné správy podniku, priebežné správy, informácie špecializovaných podnikov hodnotiacich platobnú disciplínu, úverovú schopnosť, výnos a riziko akcií podniku a pod.

Pre potreby finančného riadenia podniku a monitorovania jeho finančného zdravia a vývoja je nevyhnutné systematicky usporiadať účtovné a ostatné informácie o podnikových aktivitách, ktoré sú významné z pohľadu finančného rozhodovania. Na tento účel sa používajú manažérske informačné⁶ do prehľadných ukazovateľov. Slúžia ku kvalifikovanému posúdeniu stavu a správnej interpretácii výstupov i k manažérskemu rozhodovaniu.

Na hodnotenie finančnej situácie podniku sú využívané rôzne prístupy. Zámerom je podchytenie rozhodujúcej väčšiny činností a stavov podniku. Pri analýze finančných ukazovateľov v podmienkach Európskej únie je mimoriadne dôležité, aby ukazovatele vykázané v účtovných výkazoch boli konštruované na báze údajov, ktoré sú vykazované v súlade s medzinárodnými účtovnými štandardami IAS/IFRS. Táto požiadavka vychádza z nevyhnutnosti zachovať porovnateľnosť a transparentnosť vykazovaných finančných údajov.

V prípade akciovej spoločnosti je jedným z rozhodujúcich zdrojov informácií o finančnej situácii trhová cena jej akcií. Z hľadiska metodologických postupov uplatňovaných pri analýze trhovej ceny akcií podniku sa rozlišuje:

- Fundamentálna finančná analýza vychádza z princípu, že základom trhovej ceny akcie je jej vnútorná hodnota, okolo ktorej osciluje aktuálny kurz. Cieľom fundamentálnej analýzy je hľadanie vnútornej hodnoty akcie. Je založená na trojstupňovom postupe. V prvom stupni sa zhodnotí celkový stav ekonomiky. V druhom stupni sa posudzuje stav odvetvia a odboru podnikania príslušného emitenta. V záverečnej fáze sa uskutočňuje analýza finančnej situácie emitenta.
- Technická analýza predstavuje formu analýzy aktív (cenných papierov, komodít a pod.), ktorá sa pokúša o predikciu pohybu cien cenných papierov na základe historických kurzov a vývoja objemu obchodov s danými cennými papiermi. Technický analytík sa nezameriava na fundamentálne údaje (napr. stav zásob, P/E ratio⁷, predpokladané zvýšenie alebo zníženie výnosov podniku atď.), ale svoju pozornosť sústreďuje takmer výlučne na cenový graf, jeho tvar a rôzne indikátory odvodené z cien a objemu obchodov analyzovaného aktíva. Vychádza pri tom z myšlienky, že všetky informácie, ktoré by mohli mať vplyv na budúci vývoj ceny aktíva, sa v príslušnom grafe už nejakým spôsobom prejavili, pretože mnoho ľudí malo tieto správy oveľa skôr, ako pre nikli na trh. Takéto informácie, ktoré môžu významne vplyvať na cenu, majú pred väčšinou obchod-

⁵ Podklady ratingových agentúr a prezentované výsledky analytických tímov finančných, poradenských inštitúcií a štatistických úradov.

⁶ Problematika manažérskych informačných systémov je podrobnejšie uvedená v kapitole Manažérske účtovníctvo.

⁷ Problematika P/E ratio je podrobnejšie uvedená v kapitole Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky.

níkov k dispozícii napr. manažéri podnikov, politici atď. Ich reakcia (nákup alebo predaj aktíva) sa v cenovom grafe pravdepodobne už nejakým spôsobom odrazila a včasným zachytením takéhoto signálu je možné maximalizovať zisk z nákupu alebo predaja analyzovaného aktíva.

Pri predpoklade správnej konštrukcie finančných ukazovateľov slúžiacich na posúdenie stavu a vývoja finančnej situácie podniku možno jednotlivé postupy uplatňované pri finančnej analýze podniku rozdeliť do dvoch základných oblastí:

- analýza absolútnych ukazovateľov,
- analýza pomerových ukazovateľov.

Medzi hodnotením finančnej situácie podniku na báze absolútnych a pomerových ukazovateľov existuje úzka súvislosť. Konštrukcia jednotlivých pomerových ukazovateľov je podmienená uskutočnením finančnej analýzy hospodárenia podniku prostredníctvom absolútnych ukazovateľov.

Analýza absolútnych finančných ukazovateľov

Predmetom analýzy absolútnych ukazovateľov sú stavové, rozdielové a tokové veličiny tvoriace obsah podnikových finančných výkazov. Typickým príkladom stavových veličín je väčšina hodnôt uvedených v bilancii podniku. Výnimkou v tomto prípade je položka hospodárskeho výsledku, ktorá je rozdielovým ukazovateľom dvoch tokových veličín – výnosov a nákladov. Tokovými veličinami sú predovšetkým výnosy a náklady na jednej strane a príjmy a výdavky na druhej strane. Špecifické postavenie v rámci tokových veličín má analýza cash flow, ktorá sa zameriava na vývoj v čase a sledovanie vplyvov jednotlivých prvkov na peňažné toky v podniku. Rozdielové ukazovatele sú tvorené ako rozdiel dvoch stavových alebo tokových veličín. Príkladom rozdielového ukazovateľa je čistý pracovný kapitál (vypočíta sa ako rozdiel obežných aktív a krátkodobých pasív). Kvalitu dosahovaných podnikových finančných výsledkov vyjadrených prostredníctvom absolútnych ukazovateľov je možné hodnotiť na základe týchto metód:

- Horizontálna analýza, ktorá sa zaoberá porovnávaním vývoja jednotlivých stavov veličín výkazu ziskov a strát, alebo bilancie v daných časových obdobiach prostredníctvom výpočtu absolútnej zmeny (rozdielu) a relatívnej zmeny (indexu alebo percentuálnej zmeny) v porovnaní s východiskovým obdobím.
- Analýza vertikálnej štruktúry finančných výkazov (vertikálna analýza), ktorej cieľom je zistiť podiel jednotlivých hodnotových položiek vyjadrených v podnikovej bilancii, alebo výkaze ziskov a strát na celkovej sume položiek, alebo samostatnej skupine položiek analyzovaného výkazu.

Horizontálna a vertikálna analýza ako metódy finančnej analýzy absolútnych ukazovateľov si vyžadujú uplatniť vhodné rozborové techniky. Spoločným znakom uvedených metód finančnej analýzy absolútnych finančných ukazovateľov je to, že sú charakteristické využívaním techniky percentuálnej analýzy. Špecifickou oblasťou uplatnenia techniky percentuálnej analýzy pri iných ako absolútnych ukazovateľoch je uskutočňovanie medzi-podnikového porovnávania finančnej situácie. Okrem techniky percentuálnej analýzy má vo finančnej analýze široké uplatnenie aj ďalšia základná analytická technika známa ako pomerová analýza⁸.

⁸ Problematike pomerovej analýzy je vyčlenená, vzhľadom na jej dôležitosť, samostatná časť tejto kapitoly týkajúca sa pomerových ukazovateľov.

Sú rozoznávané dva spôsoby (varianty) percentuálnej analýzy, pričom podstata jednotlivých spôsobov závisí od toho, či je uplatňovaná vertikálna alebo horizontálna analýza finančných výkazov podniku. V tejto súvislosti možno hovoriť o:

- Analýze percentuálnych podielov, ktorá sa vyznačuje porovnávaním hodnôt (vypočítaných z výkazov rovnakého typu – výkaz ziskov a strát, bilancia) ako percentuálneho podielu vybranej položky na celkovej vykazovanej hodnote. Pri výkaze ziskov a strát je to napr. podiel jednotlivých nákladových položiek na celkových nákladoch. V prípade bilancie je predmetom záujmu podiel hodnoty jednotlivých aktív na celkovej hodnote aktív k stanovenému časovému okamihu konkrétneho ekonomického subjektu, resp. jednotlivých zdrojov krytia na celkových pasívach (kapitál). Uvedený spôsob umožňuje v danom časovom úseku porovnať finančnú štruktúru podnikov produkujúcich rôzne objemy produkcie a pod. V tomto prípade ide o aspekt vertikálnej analýzy.
- Analýze percentuálnej zmeny využívajúcej analýzu časového radu. Vychádza zo zmeny stavu hodnôt aktív a pasív v bilancii alebo z prírastku, resp. úbytku nákladov, prípadne výnosov vo výkaze ziskov a strát, ktoré sa získajú porovnaním (odrátaním) analyzovaných hodnôt v súčasnom (bežnom) a predchádzajúcom období. Pre získanie údajov v percentách je výsledná zmena delená hodnotou dosahovanou v predchádzajúcom období. Takto vyrátané ukazovatele (v podobe percentuálnej zmeny) sa môžu v jednotlivých položkách porovnať so zmenou kontrolnej položky v iných porovnávaných podnikoch.

V niektorých odvetviach a krajinách neexistujú porovnateľné výkazy na sledovanie ekonomických aktivít podniku a nie je jednoduché stanoviť odvetvové štandardy alebo posúdiť benchmarking v jednotlivých oblastiach podnikania. Nedostatky vo formulovaní odvetvových a odborových štandardov sťažujú sledovanie výkonnosti podnikov a ich efektivity vo svojom odbore a tým nedávajú dostatočný obraz pre vlastníkov na poznanie, ktoré odvetvia sú atraktívne pre ich investovanie a s akou mierou rizika. V transformujúcich sa krajinách tieto údaje chýbajú z dôvodov neustálej zmeny ekonomického prostredia a zásahov štátu do regulácie a merania podnikovej činnosti. To prináša neustále zmeny v oceňovaní aktív a presúvaní údajov v účtovných štandardoch a tým aj údajov v ukazovateľoch finančnej analýzy. Čiastočným pozitívom je, že súčasné podnikové aktivity sa môžu čoraz menej spoliehať na historické údaje a potrebujú najmä formulovať vhodné stratégie pre svoju existenciu a rozvoj. Pritom v podmienkach SR majú historické údaje slabú vypovedaciu schopnosť z dôvodov zmien legislatívy, foriem vlastníctva a účtovných štandardov. Na preklopenie týchto nedostatkov uskutočňujú analytici odhady pomocou informácií z finančných výkazov s cieľom porovnať údaje. Na tento účel slúžia porovnanie jednotlivých podnikov, ktoré sú označované ako medzisektorová analýza.

Pre potreby finančných analýz sa vytvárajú výkazy s rôznym zoskupením ukazovateľov, pri ktorých rozhodujú historické skúsenosti a poznanie, ktoré ukazovatele najlepšie zachytávajú a merajú jednotlivé podnikové aktivity.

Analýza pomerových finančných ukazovateľov

Pomerové finančné ukazovatele sa považujú za základné typy ukazovateľov využívaných vo finančnej analýze podniku. Používajú sa pri monitorovaní a hodnotení výkonnosti a stability podniku. Analýza pomerových finančných ukazovateľov je spojená s uplatňovaním techniky pomerovej analýzy. Pomerová analýza je najbežnejší nástroj finančnej analýzy. Vychádza z výpočtu finančných pomerov, ktoré sa získavajú vydelením položky alebo súboru položiek bilancie (prípadne výkazu ziskov a strát) akoukoľvek inou položkou.

Pomerová finančná analýza by sa mala zaoberať len relevantnými pomermi pre daný problém alebo rozhodnutie. Metodiku vyvinuli v USA a v tejto podobe je používaná v krajinách s trhovým hospodárstvom na celom svete. Súbor ukazovateľov – reprezentantov – používaných na hodnotenie a charakteristiku finančnej situácie má rôznu konštrukciu. Možno sa stretnúť aj s rozdielnym usporiadaním ukazovateľov. Ide o ukazovatele používané najčastejšie na charakteristiku jednotlivých oblastí finančnej situácie. Pomerové ukazovatele sa rozdeľujú do piatich skupín podľa toho, z ktorých účtovných alebo neúčtovných údajov vychádzajú a na aké oblasti hospodárenia podniku sa zameriavajú. Finančné ukazovatele sa delia na:⁹

- ukazovatele likvidity (Liquidity Ratios),
- ukazovatele aktivity a produktivity (Activity Ratios),
- ukazovatele zadlženosti (Average Ratios),
- ukazovatele rentability (Profitability Ratios),
- ukazovatele trhovej hodnoty (Market Value Ratios), resp. kapitálového trhu.

Jednotlivé finančné pomerové ukazovatele je možné v rámci finančnej analýzy vyhodnocovať podľa viacerých kritérií. Medzi najčastejšie používané kritériá ďalšieho hodnotenia pomerových ukazovateľov patria:¹⁰

- Kritérium času, ktorého uplatnenie pri hodnotení pomerových finančných ukazovateľov predpokladá vypracovanie trendovej analýzy (Time Series Analysis) minimálne z troch po sebe idúcich účtovných období.
- Kritérium priestoru, ktoré sa spája s medzipodnikovým porovnávaním vykazovaných pomerových finančných ukazovateľov. Najčastejším spôsobom je porovnanie vykazovaných pomerových finančných ukazovateľov konkrétneho subjektu s priemernými hodnotami odvetvia alebo skupiny podobných podnikov. Kľúčovou podmienkou na uskutočňovanie porovnávacích priestorových analýz (Gross Sectional Analysis) je vzájomná porovnateľnosť pomerových ukazovateľov, ktorá sa spája s požiadavkami na validitu a reliabilitu uskutočňovanej finančnej analýzy. Princíp dodržania validity spočíva v požiadavke, aby zvolený ukazovateľ vypovedal o podstate analyzovaného problému. Požiadavka reliability kladie dôraz na to, aby analyzované údaje spoľahlivo vypovedali o hodnotenom a monitorovanom ekonomickom jave (problémom by mohlo byť napr. skreslenie údajov). V prípade nedodržania spomínaných požiadaviek validity a reliability pri uskutočňovaní finančnej analýzy majú analyzované ukazovatele tzv. kontrindikatórny charakter. Finančná analýza je veľkým prínosom z pohľadu finančného riadenia a kontroly predovšetkým v oblasti finančného rozhodovania a plánovania. Výsledky tejto finančnej činnosti sú mimoriadne dôležitým podkladom pre vlastníkov, manažment a záujmové skupiny.

Okrem doteraz spomínaných aspektov hodnotenia finančnej situácie podniku uskutočňovanej na základe pomerových finančných ukazovateľov je potrebné uviesť, že pomerové finančné ukazovatele sa využívajú aj pri predikcii finančnej situácie podniku. Príkladom takéhoto prístupu k analýze je tvorba sústav pomerových ukazovateľov, tzv. predikčných modelov. Na základe porovnania skutočných hodnôt monitorovacích pomerových indikátorov dosahovaných konkrétnym podnikom s doporučeným stavom sa dá zistiť úroveň finančnej stability analyzovaného subjektu.

⁹ Vlachynský, K.: Finančný manažment. Bratislava, Elita 1996, s. 42.

¹⁰ Kislingerová, E.: Manažerské finance. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha, C. H. Beck 2007, s. 104.

Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity poskytujú informácie vyjadrujúce schopnosť podniku uhradiť splatné záväzky. Veľmi výrazne pôsobia na postavenie podniku voči partnerom. V tejto súvislosti vždy vystupuje do popredia potreba porovnávania ukazovateľov s odvetvovým priemerom. Každé odvetvie sa totiž správa inak a ukazovatele majú vypovedaciu hodnotu v rámci odvetvového priemeru. Zároveň platí ich univerzálnosť. Ak sa nedodržia stanovené intervaly, tak podnik má buď nedostatok zdrojov alebo ich prebytok. Do tejto skupiny patria ukazovatele:

- Hotovostná likvidita (Cash Position Ratio). Ukazovateľ hotovostnej likvidity je najprísnejším indikátorom podnikovej likvidity. Vyjadruje pomer medzi najlikvidnejšími aktívami (hotovosť, obchodovateľné krátkodobé cenné papiere, termínované vklady). Hotovostná likvidita je výsledkom pomeru:

$$\text{Hotovostná likvidita} = \frac{\text{Peniaze a ich ekvivalenty}}{\text{Krátkodobé záväzky}}$$

Pre potreby podniku v súkromnom sektore by táto hodnota nemala byť menšia ako 0,2, resp. 20 % z podnikových krátkodobých záväzkov. Uvedený ukazovateľ je nazývaný aj ako okamžitá alebo peňažná likvidita.

- Pohotová likvidita (Quick Ratio, Acid Test) je ukazovateľ vypočítaný ako pomer medzi obežnými aktívami zníženými o zásobami a krátkodobými záväzkami. Takto konštruovaný indikátor pohotovej likvidity je niekedy nazývaný aj ako rýchla likvidita alebo test „kyslosť“. V prípade existencie nedobytných pohľadávok je potrebné čitateľ ukazovateľa znížiť aj o hodnotu nedobytných pohľadávok. Význam tohto ukazovateľa pri analýze likvidity spočíva hlavne v tom, že vylučuje možné nadhodnotenie podnikovej likvidity z dôvodu existencie zásob. Výpočet tohto ukazovateľa je nasledujúci:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva – Zásoby}}{\text{Krátkodobé záväzky}}$$

Hodnota ukazovateľa pohotovej likvidity je ovplyvnená dobou obratu zásob. Zároveň je potrebné uviesť, že zásoby sú najmenej likvidná časť obežných aktív (s výnimkou spomínaných nedobytných a pochybných pohľadávok). Ich hodnota pri predaji je nižšia (vyššia), ako vykazuje účtovné oceňovanie. Pri hodnotení pohotovej likvidity má rozhodujúci význam časové hľadisko. Jeho hodnota by sa mala pohybovať v rozpätí 1,0 až 1,5. Hodnota menšia ako číslo 1 znamená, že na úhradu podnikových krátkodobých záväzkov je potrebné použiť aj zásoby. Za kritické možno považovať hodnoty pohotovej likvidity v intervale od 0,4 do 0,7.

- Bežná likvidita (Current Ratio) sa vypočíta ako pomer medzi obežnými aktívami a krátkodobými záväzkami splatnými do jedného roku. Ukazovateľ meria schopnosť podniku splácať svoje záväzky z krátkodobého pohľadu. Hodnoty ukazovateľa bežnej likvidity závisia významným spôsobom od štruktúry a ocenenia podnikových aktív.

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé záväzky}}$$

Optimálna hodnota tohto ukazovateľa je podmienená odvetvovou príslušnosťou podniku, ale aj prioritami manažmentu v oblasti výnosov a rizika. Hodnoty bežnej likvidity priemerného podniku by sa mali pohybovať v intervale medzi 1,6 až 2,5. Hodnoty bežnej likvidity menšia ako číslo 1 sa považujú za vážne ohrozenia podnikových aktivít. Tento pomerový ukazovateľ je potrebné porovnávať z odvetvovým priemerom, ak je k dispozícii. Pomerové ukazovatele likvidity rozlišujú jej tri stupne. Likvidita prvého stupňa je zhodná s ukazovateľom Cash Position Ratio, likvidita druhého stupňa je vníma ako ukazovateľ Quick Ratio a likvidita tretieho stupňa ako Current Ratio.^{11, 12}

Ukazovatele aktivity a produktivity

Ukazovatele aktivity a produktivity vyjadrujú efektívnosť využívania zdrojov podniku. Merajú viazanie zdrojov – ich efektívne využitie totiž znižuje potrebu väčšieho požíčavania zdrojov, ako by podnik potreboval pre svoje fungovanie, a tak sa zabraňuje predražovaniu požíčaného kapitálu. Spravidla sa používajú tieto ukazovatele:

- Doba obratu pohľadávok (Average Collection Period), ktorá predstavuje priemernú dobu, za akú podnik inkasuje platby za predané produkty. Cieľom je skracovanie doby obratu, ktoré prináša dodatočnú hotovosť a znižuje potrebu kapitálu na investovanie do pracovného kapitálu. Výpočet tohto ukazovateľa je:

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Priemerné zásoby}}$$

Pre rôzne odvetvia je priemerná hodnota rôzna, preto je nutné porovnávať hodnotu ukazovateľa s odvetvovým priemerom. Medzinárodná metóda používa na stanovenie ročnej doby 360 dní, v podmienkach SR je to 365 dní. Doba obratu pohľadávok je anglosaskou metódou, čiže pri porovnávaní s okolím je potrebné počítať s ročným obdobím 360 dní.

- Obrat zásob (Inventory Turnover) vyjadruje, koľkokrát sa v priebehu určitého časového intervalu obrátia podnikové zásoby. Vzorec na výpočet ukazovateľa je:

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Priemerné zásoby}}$$

Pre priemerný stav zásob sú používané údaje o stave zásob na konci mesiaca a následne je vypočítaný priemer za dané obdobie. Ak nie sú dostupné údaje, potom sa používa priemer z počiatočného a konečného stavu zásob.

- Doba obratu zásob opisuje dĺžku obdobia, počas ktorého je majetok podniku viazaný vo forme zásob. Vypočíta sa podľa vzorca:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby} \times 360}{\text{Tržby}}$$

¹¹ Kotalič, R. – Király, P. – Rajčániová, M.: Finančná analýza podniku. Bratislava, IURA EDITION spol. s r. o. 2007, s. 59.

¹² Sivák, R. – Mikócziková, J.: Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. Bratislava, Sprint vŕa 2007, s. 27-28.

Ukazovateľ slúži na sledovanie počtu obrátok a ich zvyšovanie v sledovanom období alebo skracovanie počtu dní obratu zásob.

- Obrat stálych aktív (Fixed Assets Turnover). Stále alebo fixné aktíva predstavujú hmotný a nehmotný majetok. Ide o majetok v obstarávacej cene, čo skresľuje vypovedaciu schopnosť ukazovateľa, pretože v ňom nie je zahrnuté opotrebenie daného majetku. Správnejšie je počítať so stálymi aktívami v zostatkovej cene. Aj tu vzniká problém pri porovnávaní hodnôt v odvetví. Tento ukazovateľ sa vypočíta podľa vzorca:

$$\text{Obrat fixných aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Fixné aktíva v obstarávacej cene}}$$

Rôzne formy odpisovania vytvárajú rôznu zostatkovú cenu stálych aktív. Pri nízkom obrate sa požiadavky na investovanie do nových aktív stávajú diskutabilné, pretože majetok nie je dostatočne využívaný.

- Obrat celkových aktív (Total Assets Turnover) je výsledkom pomeru tržieb a celkových aktív, ako uvádza vzorec:

$$\text{Obrat celkových aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celkové aktíva}}$$

Aj pri tomto ukazovateli sa vyskytujú problémy týkajúce sa hodnoty aktív. Je potrebné použiť reálne ocenenie aktív, aby mal ukazovateľ dobrú vypovedaciu hodnotu. Ukazovateľ obratu celkových aktív meria efektívnosť podnikateľských aktív z hľadiska využitia majetku.

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti hodnotia štruktúru financovania podniku. Umožňujú analyzovať podiel cudzieho kapitálu na financovaní. Pri posudzovaní zadlženosti sa používajú tieto ukazovatele:

- Zadlženosť podniku (Debt Ratio). Vychádza z celkových záväzkov (cudzích zdrojov podniku). Údaje sú získané zo súvahy podniku. Hodnotu zadlženosti určuje podiel celkového dlhu a celkových aktív. Ukazovateľ, ktorý slúži veriteľom podniku na sledovanie výšky zadlženosti podniku ovplyvňuje ochotu poskytovania finančných zdrojov. Štandard predstavuje hodnotu do 0,5. Pri stabilných podnikoch s dobrými výsledkami kde je predpoklad, že sa prostriedky efektívne využívajú, nie je prekročenie štandardnej hodnoty zadlženosti dôvodom na obavu zo zvyšovania rizika podniku. Na tento ukazovateľ nie je kladený veľký dôraz najmä v prípade podnikov pochádzajúcich z pôvodných zakladajúcich krajín EÚ, ktoré vykazujú priaznivý historický vývoj. Ukazovateľ získava na dôležitosť najmä pri neznámych podnikoch pochádzajúcich z transformujúcich a nových členských krajín EÚ. Ukazovateľ sa vypočíta podľa vzorca:

$$\text{Zadlženosť} = \frac{\text{Celkový dlh}}{\text{Celkové aktíva}}$$

Pre veriteľov je výhodné, aby podnik vykazoval nízku zadlženosť. Tým rastie istota návratnosti investovaných zdrojov. Vlastníci však majú záujem do istej miery zvyšovať zadlženosť a tým využívať finančné páky ako nástroj rozvoja podniku. Pre manažment je tiež vo väčšine prípadov výhodnejšie zvyšovať cudzie zdroje, pretože bývajú lacnejšie ako vlastné zdroje. Cudzie zdroje zároveň pre vlastníkov zvyšujú prostredníctvom finančnej páky hodnotu podniku. Tieto protichodné záujmy vedú k neustálemu presúvaniu podielu medzi cudzím a vlastným kapitálom.¹³

- Ukazovateľ samofinancovania slúži na identifikáciu cudzieho kapitálu použitého v podniku. Má podobnú vypovedaciu schopnosť ako ukazovateľ zadlženosti. Štandardná hodnota by nemala prekročiť 1,0, aj keď to nemusí platiť v známych a veľkých podnikoch medzinárodného významu. Jeho výpočet je:

$$\text{Stupeň samofinancovania} = \frac{\text{Cudzí kapitál}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

Ukazovateľ sa pozorne sleduje v ázijských podnikoch, v ktorých bolo v minulosti bežné 5 až 6 násobné prekročenie tohto ukazovateľa. Táto situácia viedla ku kríze a k odlivu cudzieho kapitálu.

- Ukazovateľ platobnej neschopnosti vyjadruje pohľad na schopnosť podniku uhradiť záväzky z očakávaného inkasa pohľadávok. Používa sa na sledovanie platobnej situácie, t. j. či je podnik schopný získať cash flow z inkasa pohľadávok na úhradu svojich záväzkov. Vypočíta sa podľa vzorca:

$$\text{Platobná neschopnosť} = \frac{\text{Záväzky}}{\text{Pohľadávky}}$$

Pre podnik je z hľadiska cash flow výhodnejší väčší objem záväzkov ako pohľadávok. V štruktúre záväzkov by mali prevládať dlhodobé, aby podnik nebol nútený požičať si zdroje na ich úhradu. Hodnota ukazovateľa by nemala klesnúť pod 1,0.

- Úrokové krytie (Times Interest Earned). Pre jeho výpočet sa používa zisk pred zdanením. Ten má rôznu hodnotu pri rôznych účtovných štandardoch, ale vždy je to zdroj pre krytie finančných nákladov – úrokov. Vzorec na výpočet tohto ukazovateľa je:

$$\text{Krytie úrokov} = \frac{\text{Zisk pred zdanením} + \text{úroky}}{\text{Úroky}}$$

- Doba úhrady krátkodobých bankových úverov dáva odpoveď na otázku za aké obdobie možno uhradiť krátkodobé úvery z cash flow. Vypočíta sa nasledovne:

$$\text{Doba úhrady krátkodobých bankových úverov} = \frac{\text{Krátkodobé bankové úvery}}{\text{Cash flow}}$$

¹³ Problematika finančnej páky je podrobnejšie uvedená v kapitole Kapitálová štruktúra podniku.

- Doba úhrady bankových úverov definuje za aké obdobie možno pokryť všetky bankové úvery prostredníctvom cash flow podniku. Vzorec na výpočet je:

$$\text{Doba úhrady bankových úverov} = \frac{\text{Bankové úvery}}{\text{Cash flow}}$$

- Doba úhrady celkových cudzích zdrojov je obdobím, za ktoré možno splatiť cudzie zdroje z cash flow. Vzorec na jeho výpočet je:

$$\text{Doba úhrady celkových cudzích zdrojov} = \frac{\text{Celkové cudzie zdroje}}{\text{Cash flow}}$$

- Ukazovateľ prekapitalizovania sleduje výšku vlastného imania v porovnaní so stálymi aktívami podniku. Ukazovateľ sa používa na stanovenie úrovne krytia majetku cudzím alebo vlastným kapitálom a vypočíta sa takto:

$$\text{Prekapitalizovanie} = \frac{\text{Vlastné imanie}}{\text{Stále aktíva}}$$

Na krytie obežného majetku sú výhodnejšie krátkodobé zdroje, pretože sú lacnejšie. Ak je hodnota prekapitalizovania vyššia ako 1,0 znamená to, že podnik používa časť vlastných zdrojov na krytie obežných aktív.

- Ukazovateľ podkapitalizovania. Ak je jeho hodnota nižšia ako 1,0 znamená to, že výška dlhodobých zdrojov je nedostatočná, pretože nekrýje stále aktíva a podnik používa krátkodobé zdroje na krytie svojich stálych aktív. To je pre podnikanie rizikové. Výpočet ukazovateľa je:

$$\text{Podkapitalizovanie} = \frac{\text{Vlastné imanie} + \text{dlhodobé cudzie zdroje}}{\text{Stále aktíva}}$$

Ukazovatele viazanosti cudzích zdrojov slúžia na sledovanie cudzích zdrojov v podniku. Umožňujú monitorovať efektívnosť ich využitia a zhodnotiť ako manažment používa cudzie zdroje na dosiahnutie podnikových cieľov.

Ukazovatele rentability (výnosnosti)

Ukazovatele rentability vyjadrujú schopnosť manažmentu využívať zdroje a aktíva podniku na tvorbu zisku. Predstavujú rôzne formy miery zisku ako všeobecne akceptovaného ukazovateľa rentability podniku. Pri týchto ukazovateľoch sa používa termín čistý zisk, ktorý predstavuje hospodársky výsledok po zdanení. Nevýhodou používania účtovného (čistého) zisku alebo výsledku hospodárenia ako ukazovateľa je možná manipulácia s jeho vykazovanou hodnotou na základe účtovných štandardov a jeho úprava v rámci účtovania ako účtovnej veličiny.

Na druhej strane je to jednoduchý ukazovateľ odrážajúci tvorbu zdrojov podniku pre vlastníkov a na financovanie vlastnej podnikateľskej činnosti. V tejto súvislosti sa používajú najmä ukazovatele:

- Ukazovateľ rentability tržieb (Profit Margin On Sales) udáva výšku zisku pripadajúcu na jednotku tržieb. Jeho vzorec je:

$$\text{Rentabilita tržieb} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}}$$

Identifikuje cenovú politiku. Má význam pri porovnávaní s odvetvovým priemerom a vodcami v odvetví.

- Rentabilita výnosov (Profit Margin On Revenue) má podobnú vypovedaciu schopnosť ako predchádzajúci ukazovateľ. Rentabilita výnosov je tvorená všetkými príjmami podniku a vypočíta sa:

$$\text{Rentabilita výnosov} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Výnosy}}$$

- Koefficient hrubej marže (Gross Margin Ratio) udáva percentuálny podiel hrubej marže na tržbách podobne ako výšku príspevku na fixné náklady. Pri obchodných podnikoch predstavuje zdroje na krytie prevádzkových nákladov. Vzorec na jeho výpočet je:

$$\text{Koefficient hrubej marže} = \frac{\text{Hrubá marža}}{\text{Tržby}} \times 100$$

Pre vlastníkov ale aj manažérov má prvoradá význam meranie výkonnosti podniku pomocou návratnosti vložených prostriedkov alebo rentability používaných zdrojov. Preto sú dané ukazovatele v popredí záujmu a priťahujú všeobecnú pozornosť. V zahraničnej terminológii sa používajú ukazovatele zamerané na rentabilitu investovaného kapitálu zahŕňajúce veľkú skupinu ukazovateľov. Tieto ukazovatele slúžia analytikom kapitálových trhov, investorom alebo investičným fondom k sledovaniu výkonov podnikov a sú porovnávané za niekoľko období v kombinácii s inými ukazovateľmi. Najväčšiu vypovedaciu hodnotu má ukazovateľ určujúci minimálnu hodnotu návratnosti vložených prostriedkov pre investorov. Tú možno určiť stanovením nevyhnutnej miery návratnosti kapitálu pre investorov používanéj z pohľadu podniku ako priemerná miera nákladov na kapitál vložený do podniku¹⁴ (WACC). Vo vzťahu medzi rentabilitou a nákladmi na kapitál je nutné, aby rentabilita presahovala náklady na kapitál, čo prináša pre vlastníkov hodnotu. V opačnom prípade hodnota majetku akcionárov klesá. Uvedené ukazovatele sú v percentuálnom vyjadrení.

- Výnosnosť celkových aktív alebo majetku (ROA – Return On Total Assets) je známy ukazovateľ z DuPontovej pyramídovej sústavy. Udáva mieru využitia celkových aktív podniku. Výnosnosť celkových aktív udáva podiel:

¹⁴ Problematika priemerných nákladov na kapitál je podrobnejšie uvedená v kapitole Investičná stratégia a investičné projekty.

$$ROA = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Celkové aktíva}}$$

- Ukazovateľ rentability vlastného majetku (ROE – Return On Common Equity) opisuje efektívnosť využitia vlastného imania – vlastného kapitálu podniku. Vypovedá o tom, koľko korun čistého zisku pripadá na jednu peňažnú jednotku (napr. 1 SKK) investovanú vlastníckmi do podniku. Vzorec na výpočet tohto ukazovateľa je:

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

Tento ukazovateľ by mal byť vyšší ako bežné úrokové miery. Je to z dôvodu kompenzácie rizika a snahy o udržanie záujmu vlastníkov nechať svoje zdroje investované v podniku a nehľadať inú, výhodnejšiu príležitosť.

- Rentabilita vložených zdrojov (ROCE – Return On Capital Employed) udáva, koľko zisku vrátane úrokov vytvorí kapitál vložený do podnikania. V menovateli tohto ukazovateľa sú celkové pasíva – celkový kapitál – ako všetky zdroje podniku. Môže sa vypočítať podľa vzorca:

$$ROCE = \frac{\text{Čistý zisk} + \text{úrok}}{\text{Celkový kapitál}}$$

Taktiež môže byť použitá hodnota celkových aktív, pretože tieto hodnoty sú zhodné. V porovnaní s ukazovateľom výnosnosti celkových aktív (ROA) je tento ukazovateľ rozšírený o náklady na cudzí kapitál.

- Rentabilita investovaného kapitálu (ROI – Return On Investment) meria výkonnosť celého kapitálu, investovaného do podniku. Ukazovateľ je očistený od krátkodobých záväzkov z obchodného styku a záväzkov voči zamestnancom a štátnym orgánom. Vzorec na jeho výpočet je:

$$ROI = \frac{\text{Čistý zisk} + \text{úroky}}{\text{Vlastné imanie} + \text{dlhodobé záväzky}}$$

Tento ukazovateľ je zhodný s predchádzajúcim v prípade, ak sa pod investovaným kapitálom chápe súčet hodnoty vlastného imania a hodnoty požičaných cudzích zdrojov za úplatu. Ukazovateľ nie je totožný s predchádzajúcim, ak by bola hodnota investovaného kapitálu tvorená všetkými dlhodobými cudzími zdrojmi a vlastnými zdrojmi podniku.

V medzinárodných podmienkach sa používajú ďalšie ukazovatele, ktoré vychádzajú z prevádzkového zisku a úrokov (viazaných na hlavnú podnikovú činnosť), znížených o daňovú sadzbu. V podmienkach SR je to prevádzkový hospodársky výsledok pred úrokmi a zdanením znížený o daň z príjmu.

$$\text{EBIT} \times (1 - \text{platná sadzba dane}) = \text{NOPAT}$$

Výsledkom je čistý prevádzkový zisk po zdanení (NOPAT – Net Operating Profit After Tax). Čistý prevádzkový zisk po zdanení je používaný analytikmi aj z dôvodov existencie malej možnosti upravovať výsledky v účtovných štandardoch, ktoré sa viac upravujú pri vedľajších a mimoriadnych činnostiach. Čistý prevádzkový zisk slúži ako podklad pre ukazovatele:

- Rentabilita čistých aktív (RONA – Return On Net Assets) hodnotí hlavnú podnikateľskú činnosť, pretože vychádza z prevádzkového zisku a čistých aktív – v podobe stálych aktív a (čistého) pracovného kapitálu – ako aj z vložených vlastných a cudzích zdrojov. Rentabilitu čistých aktív možno vypočítať:

$$\text{RONA} = \frac{\begin{array}{l} \text{(Prevádzkový zisk} \\ \text{+ úroky na prevádzku)} \\ \text{x (1 - t) NOPAT} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Stále aktíva} \\ \text{+ čistý pracovný kapitál} \end{array}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{NOA}}$$

kde:

t – sadzba dane z príjmu právnických osôb (korporátnej dane) vyjadrená v desatinnom tvare. V podmienkach Slovenska táto hodnota v súčasnosti dosahuje 19 % = 0,19.

Vlastné imanie a cudzie zúročené zdroje (úvery) bývajú označované aj ako čisté operačné aktíva (NOA – Net Operating Assets).

- Výnosnosť (rentabilita) kapitálu (ROC – Return On Employed Capital). Pri tomto ukazovateli sú dlhodobé záväzky očistené od záväzkov z obchodného styku a obsahujú len zúročené pôžičky podniku. Jeho výpočet je:

$$\text{ROC} = \frac{\begin{array}{l} \text{(Prevádzkový zisk} \\ \text{+ úroky) x (1 - t)} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Vlastné imanie} \\ \text{+ cudzie zúročené} \\ \text{zdroje (úvery)} \end{array}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Invested Capital}}$$

Niekedy sa používajú aj iné termíny ako napr. ROIC (Return On Invested Capital) alebo ROCE (Return On Capital Employed). V prípade, ak sa investovaný kapitál rovná kapitálu používanému v podnikateľskom procese (čo platí vo väčšine prípadov), ukazovatele majú rovnaké parametre.

- Výnosnosť (rentabilita) investovaného kapitálu (ROIC – Return On Invested Capital). Ukazovateľ je zhodný s RONA, avšak pri konštrukcii ROIC sa v porovnaní s ukazovateľom RONA v menovateli použije hodnota vlastného kapitálu spolu s úvermi. Výpočet je potom uskutočnený týmto spôsobom:

$$\text{ROIC} = \text{ROC} = \text{RONA} = \frac{\text{EBIT} \times (1 - t)}{\text{NOA}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investovaný kapitál}}$$

- Index finančnej páky (Financial Leverage) určuje citlivosť prínosu cudzieho kapitálu pre zvýšenie rentability vlastného kapitálu. V tejto súvislosti sa používa ukazovateľ ROE vo väzbe k inému ukazovateľu obsahujúcemu aj cudzie zdroje. Vychádza sa z toho, že vhodná kombinácia vlastného a cudzieho kapitálu má priniesť vyššiu rentabilitu ako len vlastný kapitál. V prípade, že to neplatí, nie je racionálne vkladať cudzí kapitál do podniku, pretože takéto vklady neprinesú želaný efekt. Index finančnej páky možno vypočítať prostredníctvom podielov:

$$\text{Index finančnej páky} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROIC}} = \frac{\text{VH}}{\text{VI}} : \frac{\text{PZ+U}}{\text{VI+U}}$$

kde:

VH – výsledok hospodárenia po zdanení,

VI – vlastné imanie,

PZ – prevádzkový zisk,

U – úroky.

- Efektívnosť stálych aktív (CROGA – Cash Return On Gross Assets) vyjadruje pomer peňažných tokov (zisk + odpisy) k obstarávacej hodnote stálych aktív. Vypočíta sa:

$$\text{CROGA} = \frac{\text{Prevádzkový cash flow}}{\text{Stále aktíva v obstarávacej cene}}$$

Ukazovateľ je vhodný na posudzovanie efektívnosti stálych aktív (stroje a zariadenia, stavby, atď.) spočívajúcej v ich podiele na peňažných tokoch.

Ukazovatele rentability vypovedajú o tom, aké percento z aktív tvorí čistá novovytvorená hodnota – zisk pri podnikateľských aktivitách. Vďaka ich pomernej hodnote ich možno porovnávať s inými podnikmi. Taktiež možno určovať, v akom postavení je vybraný podnik v rámci priemerného ukazovateľa za odvetvie, odbor, alebo vo vzťahu k skupine vybraných podnikov.

Ukazovatele trhovej hodnoty

Ukazovatele trhovej hodnoty podniku vyjadrujú pohľad kapitálového trhu na podnik. Poskytujú informácie, potrebné pre riadenie vývoja podniku a investorov. Niektoré z týchto ukazovateľov sú obsahom burzových správ. Do tejto skupiny možno zaradiť ukazovatele:

- Pomer kurzu akcie k zisku podniku (P/E ratio) je vyjadrený v mene, s ktorou sa obchoduje na danej burze. Vypočíta sa podľa vzorca:

$$\text{Vzťah kurzu a zisku} = \frac{\text{Trhová cena akcie}}{\text{Zisk za jednu akciu}}$$

Interpretácia hodnoty ukazovateľa môže byť takáto: koľko korún sú ochotní zaplatiť investori za akciu, ktorá prináša 1 SKK zisku.

Dôležité je sledovať odvetvový priemer ukazovateľa, ktorého nižšia hodnota naznačuje nižšiu dôveru investorov v daný podnik a naopak, dôvera investora rastie so zvyšovaním hodnoty ukazovateľa s vyšším pomerom. Pre trh USA sa za štandardné rozpätie považuje hodnota ukazovateľa 6 – 20. Uvedený a nasledujúci ukazovateľ sú zaužívané u investorov ako prvá informácia o akciách a subjekte ktorému patria¹⁵. Ukazovateľ stráca informačnú hodnotu na trhoch s krátkou históriou, nedostatočným objemom obchodovaných akcií a ich nízkou likviditou.

- Čistý zisk na akciu (EPS – Earning Per Share) má pre akcionárov silnú vypovedaciu hodnotu najmä pre jeho jednoduchosť, zrozumiteľnosť a dlhú tradíciu v používaní. Vychádza sa z účtovného zisku, kde sa však otvára priestor pre manipuláciu. Pri zvyšovaní investovaného kapitálu – hlavne požičaného – táto hodnota rastie. Možno ho vypočítať:

$$\text{Čistý zisk na akciu} = \frac{\text{Čistý zisk pre akcionárov}}{\text{Počet splatených akcií}} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity Book Value}}$$

Ukazovateľ opisuje výšku vyprodukovaného zisku na jednu akciu, z čoho možno odvodzovať aj výšku dividend na akcionára. Ukazovateľ nie je vhodný na meranie podnikovej výkonnosti.

- Dividendový výnos nadväzuje na predchádzajúci ukazovateľ. Dividendový výnos stanovuje výšku príjmov z investovania do akcií podniku ako percento z trhovej ceny akcie podľa vzorca:

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda na akciu}}{\text{Trhová cena akcie}}$$

Ukazovateľ neberie do úvahy výšku vyprodukovaného zisku podnikom z dôvodu, že dividendová politika sa viac riadi kontinuálnym vývojom rastu dividend a menej výškou vyprodukovaného zisku. To znamená, že v praxi výška dividend nie je závislá od výšky zisku. Vychádza z historického vývoja vyplácania dividend akcionárom za predpokladu, že podnik nepretržite dosahuje zisk.

- Krytie dividend sa používa na doplnenie informácií o predchádzajúcom ukazovateli, v ktorom chýba vyprodukovaný zisk. Jeho výpočet je:

¹⁵ Podľa meraní vývoja indexu S&P 500 od roku 1999 až po dnešok v USA sa jeho hodnota znižovala z priemeru 25 na 15, aj keď index rástol. Na fakt, prečo tento ukazovateľ prestáva byť určujúci pri hodnotení podniku nepochybne v odborných kruhoch rovnaký názor. Jedna názorová vetva vidí príčinu v tom, že investori sa zameriavajú na ukazovateľ rentability investovaného kapitálu, pričom iný názorový prúd to popiera a argumentuje tým, že index bol len nadhodnotený. McClure, B.: Spot Quality with ROIC. Dostupné na <http://www.investopedia.com>.

$$\text{Krytie dividend} = \frac{\text{Čistý zisk podniku}}{\text{Celkové dividendy}}$$

Zákony v niektorých krajinách neumožňujú vyplácanie dividend vo väčšom objeme ako je vyprodukovaný zisk podniku. Takéto ustanovenie je však v rozvinutých trhových podmienkach nereálne.

- Kurz akcie je pomer medzi trhovou cenou a nominálnou (účtovnou) hodnotou akcie (M/B ratio – Market To Book ratio). Možno ho vypočítať:

$$\text{Kurz akcie} = \frac{\text{Trhová cena akcie}}{\text{Nominálna hodnota akcie}}$$

Úspešné podniky vykazujú hodnotu ukazovateľa vyššiu ako 1,0. Pre stanovené účtovné hodnoty akcie slúžia účtovné záznamy alebo sa stanovujú delením vlastného imania počtom splatených akcií.

Uvedené ukazovatele sa používajú desaťročia na akciových trhoch a investori nimi určujú hodnoty akcií. Dochádza tu tak ku zmiešaniu trhovej hodnoty a účtovnej hodnoty akcií s výsledným ziskom a vyplatenými dividendami. To znamená, že účtovné hodnoty ako nominálna cena akcií a hospodársky výsledok sú údaje, ktoré sú značne skreslené. Podobne je to aj pri výške vyplatených dividend, ktorá dosahuje v podnikoch väčšinou stálu úroveň, čím si podnik udržuje svoj imidž. Reálnej hodnote najviac zodpovedá trhová cena. Tieto ukazovatele preto nevytvrdávajú skutočne o hodnote podniku (teda ani o hodnote akcií). Hlavným dôvodom ich uplatňovania je tradícia v ich používaní a aj jednoduchosť pri stanovovaní hodnoty akcií pre väčšinu investorov. Významnú úlohu tu zohráva aj fakt, že ukazovatele sú známe aj bežným investorom.

Medzipodnikové porovnávanie

Problematika medzipodnikového porovnávania veľmi úzko súvisí s hodnotením sústavy pomerových ukazovateľov využívaných pri analýze finančnej situácie podniku. Rozhodujúcim hodnotiacim kritériom v prípade medzipodnikového porovnávania je kritérium priestoru.

Finančná analýza podniku nemôže byť sledovaná len vo vnútri podniku. Medzipodnikové porovnávanie slúži pre potrebu poznania postavenia podniku v ekonomickom priestore. Pri porovnaní ukazovateľoch je nevyhnutné porovnávať podniky v rámci odvetvia, ako aj podľa odvetvového prímeru. Dôležité je zahrnúť do zostaveného súboru ukazovateľov všetky oblasti podnikových aktivít, aby čo najlepšie charakterizovali podnikovú finančnú činnosť. Z tohto dôvodu sa používajú sústavy pomerových ukazovateľov odrážajúce jednotlivé zložky finančnej situácie podniku:

- rentabilita,
- likvidita,
- zadlženosť (štruktúra zdrojov),
- aktivita a produktivita.

Medzipodnikové porovnávanie predstavuje náročnú a vysoko odbornú činnosť. Porovnávanie vzájomných rozdielov vo finančnej situácii medzi analyzovanými podnikmi možno uskutočniť na základe percentuálnej analýzy, alebo prostredníctvom komplexnej evalvácie na základe hodnotiacej sústavy pomerových finančných ukazovateľov. V zásade je rozlišované:

- Porovnávanie finančnej situácie podnikov na základe percentuálnej analýzy, ktoré sa vykonáva pomocou súborov ukazovateľov. Cieľom je dosiahnutie čo najkomplexnejšieho pohľadu na podnik s možnosťou vzájomného porovnania ukazovateľov. Podstatou porovnávania je používanie ukazovateľov a údajov, ktoré sú prístupné a štandardizované. Tento postup vyplýva z potreby uplatnenia spoločných hodnotiacich kritérií pre všetky podniky, ktoré budú porovnávané. Na odvetvové porovnávanie finančnej výkonnosti bol vyvinutý súbor pomerových ukazovateľov, ktorý sa zameriava na rentabilitu, likviditu, zadlženosť a aktivitu podniku.
- Medzipodnikové porovnávanie finančnej výkonnosti založené na komplexnej evalvácii vychádza zo sústavy desiatich pomerových finančných ukazovateľov. Ide o tieto indikátory:
 - X1 (doba obratu pohľadávok) = $\text{krátkodobé pohľadávky} / (\text{tržby} / 365)$,
 - X2 (doba obratu záväzkov) = $\text{krátkodobé záväzky} / (\text{tržby} / 365)$,
 - X3 (doba obratu zásob) = $\text{zásoby} / (\text{tržby} / 365)$,
 - X4 (stupeň prekapitalizovania) = $\text{vlastné imanie} / \text{stále aktíva}$,
 - X5 (celková zadlženosť) = $\text{cudzie zdroje} / \text{celkové aktíva}$,
 - X6 (bežná zadlženosť) = $\text{cudzie zdroje} / \text{vlastné imanie}$,
 - X7 (rentabilita vlastného kapitálu) = $\text{hospodársky výsledok po zdanení} / \text{vlastné imanie}$,
 - X8 (rentabilita tržieb) = $\text{hosp. výsledok po zdanení} / \text{tržby (výnosy)}$,
 - X9 (bežná likvidita) = $\text{obežné aktíva} / \text{krátkodobé záväzky}$,
 - X10 (pohotová likvidita) = $(\text{obežné aktíva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé záväzky}$.

Úloha komplexnej sústavy pomerových finančných ukazovateľov v procese medzipodnikového porovnávaní spočíva v zhodnotení finančnej výkonnosti jednotlivých porovnávaných podnikov. Hodnotenie finančnej výkonnosti konkrétneho podniku je výsledkom komplexnej evalvácie jednotlivých ukazovateľov ako celkového súboru klasifikujúceho podnikovú finančnú situáciu. Dôležité miesto v procese hodnotenia finančnej výkonnosti konkrétneho podniku má transformácia hodnôt desiatich pomerových finančných ukazovateľov reprezentujúcich štyri rôzne aspekty podnikovej finančnej situácie (rentabilita, likvidita, štruktúra zdrojov a aktíva) na spoločný základ.

Príloha 1

Medzipodnikové porovnanie finančnej situácie

Pre ukážku medzipodnikového porovnania boli vybrané štyri podniky z potravinárskeho priemyslu. Údaje o finančných ukazovateľoch podnikov za rozhodujúce oblasti pre medzipodnikové porovnanie sú uvedené na obr. 10. Referenčné hodnoty pre jednotlivé hodnotené finančné ukazovatele v rámci porovnávaných štyroch podnikov predstavuje odvetvový priemer analyzovaných finančných ukazovateľov.

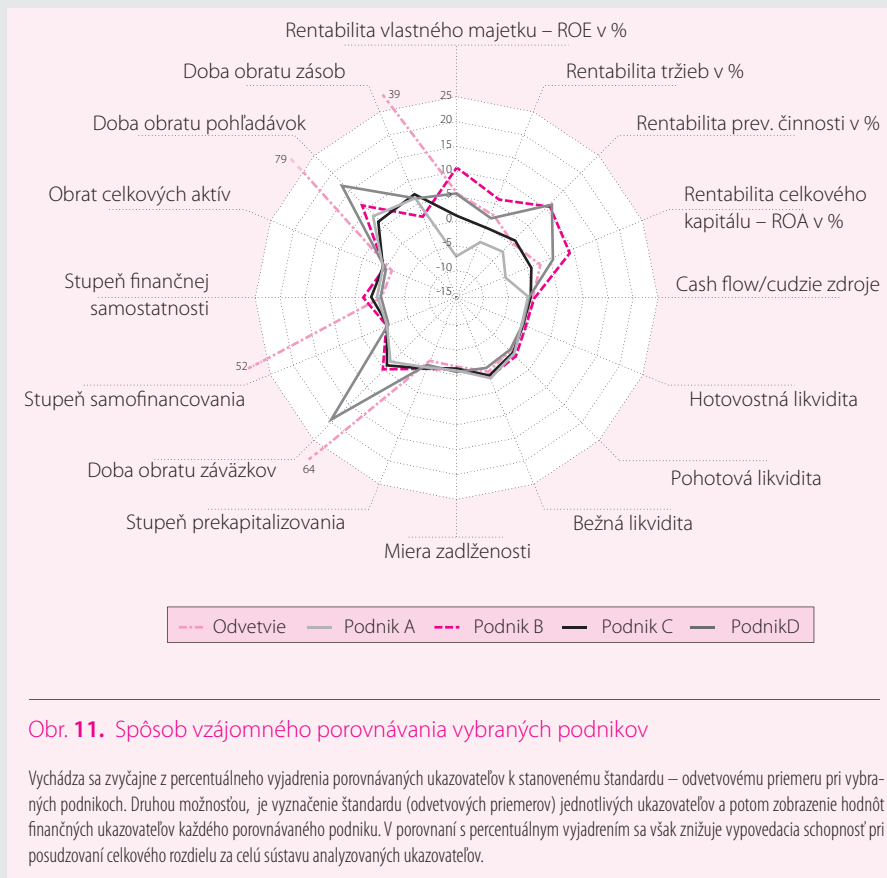
P. č.	Ozn.	Text	Odvetvie	Podnik A	Podnik B	Podnik C	Podnik D
1	A1	Rentabilita vlastného majetku – ROE v %	7,43	-6,09	13,05	2,57	7,64
2	A2	Rentabilita tržieb v %	4,15	-2,17	7,92	1,22	3,50
3	A3	Rentabilita prev. činnosti v %	1,49	-1,26	12,67	2,44	13,19
4	A4	Rentabilita celkového kapitálu – ROA v %	3,75	-4,01	10,75	1,92	6,76
5	B1	Cash flow / cudzie zdroje	0,84	0,15	1,29	0,51	0,18
6	B2	Hotovostná likvidita	0,00	0,06	0,71	0,33	0,21
7	B3	Pohotovú likvidita	0,92	2,04	2,64	1,73	1,06
8	B4	Bežná likvidita	2,22	3,74	3,22	3,24	1,42
9	C1	Miera zadlženosti	0,00	0,52	0,21	0,34	1,16
10	C2	Stupeň prekaptalizovania	0,00	1,50	1,64	1,50	0,99
11	C3	Doba obratu záväzkov	64,00	4,89	6,84	5,92	22,22
12	C4	Stupeň samofinancovania	52,00	0,66	0,82	0,75	0,46
13	D1	Stupeň finančnej samostatnosti	1,04	1,93	4,68	2,95	0,86
14	D2	Obrat celkových aktív	0,00	1,85	1,36	1,57	1,01
15	D3	Doba obratu pohľadávok	79,00	9,68	13,21	8,29	18,91
16	D4	Doba obratu zásob	39,00	8,29	3,96	8,96	7,91

Obr. 10. Súbor indikátorov finančnej výkonnosti – medzipodnikové porovnanie

Prehľad finančných parametrov ukazuje na veľmi dobré postavenie podniku B, ktorý preyšuje odvetvový priemer v prvých 10 ukazovateľoch a radí sa na popredné miesto aj medzi porovnávanými podnikmi. V medzipodnikovom porovnaní sa umiestnil na poslednom mieste podnik A, ktorý v oblasti rentability dosahuje záporné hodnoty, čo hovorí o vykazovaní straty.

Rozdiely medzi jednotlivými podnikmi a odvetvovým priemerom sa výraznejšie prejavajú v grafickom prevedení. Na vizualizáciu rozdielov sú najvhodnejšie pavučinové grafy (spider graf).

Sledovaný podnik sa hodnotí podľa veľkosti zobrazenej plochy finančného ukazovateľa pavučinového grafu (obr. 11.). Rastúca hodnota finančného ukazovateľa má pozitívny dopad na finančnú situáciu a klesajúca hodnota má zas negatívny vplyv na finančnú situáciu. Čím je zvýraznená plocha väčšia, tým má skúmaný podnik lepšiu výkonnosť oproti porovnávanému podniku. Pre určenie štandardu sa vychádza zo zámeru, ktorý sa hodnotením sleduje. Z tohto dôvodu sa používajú odvetvové priemery, priemery najlepších alebo najhorších podnikov a podobne. Porovnanie slúži na určenie postavenia podniku voči konkurencii v rámci odboru alebo odvetvia.



Obr. 11. Spôsob vzájomného porovnávania vybraných podnikov

Vychádza sa zvyčajne z percentuálneho vyjadrenia porovnávaných ukazovateľov k stanovenému štandardu – odvetvovému priemeru pri vybraných podnikoch. Druhou možnosťou je, vyznačenie štandardu (odvetvových priemerov) jednotlivých ukazovateľov a potom zobrazenie hodnôt finančných ukazovateľov každého porovnávaného podniku. V porovnaní s percentuálnym vyjadrením sa však znižuje vypovedacia schopnosť pri posudzovaní celkového rozdielu za celú sústavu analyzovaných ukazovateľov.

Pre hodnotenie finančnej výkonnosti podniku je nutné, aby boli jednotlivé ukazovatele porovnateľné. Preto je potrebné previesť hodnotené ukazovatele na spoločný základ. Jednou z možností prevodu na spoločný základ je uplatnenie bodovej hodnotiacej stupnice umožňujúcej komplexné zhodnotenie finančnej výkonnosti podniku. Robí sa to prostredníctvom daného súboru indikátorov, ktorým sú priradené body podľa jednotlivých rozpätí hodnôt na základe určenej stupnice bodov. Pri dosiahnutých hodnotách daných ukazovateľov je súčet priradených bodov jednotlivým indikátorom posudzovaný za celý analyzovaný súbor.

Ukážkou takejto stupnice prevodu pomerových finančných ukazovateľov na spoločný základ je obr. 12.

Transformácia jednotlivých finančných pomerových ukazovateľov na spoločný základ sa spája s potrebou posúdenia vypovedacej schopnosti transformovaných hodnôt o úrovni finančnej výkonnosti analyzovaného podniku. V tomto prípade je možné uplatniť ordinálnu stupnicu hodnotenia, ktorá umožní roztriediť dosahované analyzované hodnoty podľa štandardných kritérií platných nielen pre konkrétny analyzovaný súbor, ale aj pre porovnateľné podniky. Príklad uvedeného postupu aplikovaný na doteraz uvedenú problematiku približuje obr. 13.

	Ukazovateľ	Rozpätie/bodovanie				
X1	Doba obratu pohľadávok	< 80	81-95	96-110	111-120	>120
X2	Doba obratu záväzkov	< 100	101-115	116-130	131-145	>145
X3	Doba obratu zásob	< 140	141-150	151-160	161-170	>170
X4	Stupeň prekapitalizovania	0,5-1,0	0,4-0,5	0,3-0,4	0,3-0,2	< 0,2
X5	Celková zadlženosť (v %)	< 40	40-45	45-50	50-55	>55 %
X6	Bežná zadlženosť (v %)	< 50	50-55	55-60	60-62	>62 %
X7	Rentabilita vlastného kapitálu (v %)	>10	10,0-8,0	8,0-6,0	6,0-4,0	< 4,0 %
X8	Rentabilita tržieb (v %)	> 5	5,0-3,5	3,5-2,0	2,0-0,5	< 0,5 %
X9	Bežná likvidita	> 2,0	2,0-1,8	1,8-1,6	1,6-1,4	< 1,4
X10	Pohotovú likvidita	> 1,0	1,0-0,8	0,8-0,6	0,6-0,4	< 0,4
Finančná výkonnosť	Bodovanie	8	6	4	2	0
	Bodovacie rozpätie	80-6	63-48	47-32	31-16	15-0
	Hodnotenie	Veľmi dobrá	Dobrá	Priemerná	Slabá	Zlá

Obr. 12. Hodnotiaca tabuľka

Kritériá hodnotenia umožňujú rozdeliť finančnú výkonnosť podniku vypočítanú na základe transformácie desiatich ukazovateľov o finančnej situácii do piatich kategórií. Uskutočnením podobnej analýzy môže podnik zistiť svoje možnosti a na základe výsledných zistení zapracovať jednotlivé slabé miesta do svojich plánov, aby odstránil nedostatky a zlepšil svoju stabilitu a silu v konkurenčnom prostredí.

Poradové číslo	Hodnotenie	Body
1	Veľmi dobrá	64 – 80
2	Dobrá	48 – 63
3	Priemerná	32 – 47
4	Slabá	16 – 32
5	Zlá	0 – 15

Obr. 13. Kritériá hodnotenia finančnej výkonnosti v súčasnosti

Realizáciu medzipodnikového porovnávania výkonnosti prostredníctvom komplexnej evalvácie na báze sústavy hodnotiacich pomerových ukazovateľov ilustruje obr. 14¹⁶.

V tomto prípade je hlavným cieľom komplexné zhodnotenie finančnej výkonnosti podniku na základe daného súboru indikátorov, ktorým sú priradené body podľa jednotlivých rozpätí hodnôt na základe určenej stupnice bodov. Pri dosiahnutých hodnotách daných ukazovateľov je súčet priradených bodov jednotlivým indikátorom posudzovaný za celý analyzovaný súbor.

¹⁶ Poláčková, Z.: Životný cyklus podniku, diagnostikácia stavu podniku. Diplomová práca. Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Bratislava, 2004.

Ukazovateľ	A		B	
	Skutočnosť	Body	Skutočnosť	Body
Doba obratu pohľadávok	107,08	4	51,60	8
Doba obratu záväzkov	86,20	8	47,93	8
Doba obratu zásob	33,87	8	40,66	8
Stupeň prekapitalizovania	0,91	8	1,71	8
Celková zadlženosť	0,62	0	0,32	8
Bežná zadlženosť	0,32	8	0,35	8
Rentabilita vlastn. majetku	10,57	8	5,28	2
Rentabilita tržieb	3,40	4	1,43	2
Bežná likvidita	1,72	4	1,93	6
Pohotová likvidita	1,33	8	1,08	8
Celkom		60		66
Maximálny počet		80		80
Rozdiel		20		14
Vyhodnotenie finančnej stability	Dobrá		Veľmi dobrá	

Obr. 14. Komplexná evalvácia vybraných pomerových ukazovateľov

Výhodou uvádzaného postupu je, že vedenie podniku môže pri uplatňovaní tejto metódy analýzy porovnávať dosahované finančné výsledky nielen s hodnotami finančných výsledkov subjektov o ktorých má informácie, ale aj s maximálne možnými dosiahnuteľnými výsledkami alebo hraničnými hodnotami v rámci susedných bodovacích rozpätí.

Predikčné (bankrotové) modely

Predikčné analýzy – bankrotové modely umožňujú pomocou sústavy ukazovateľov finančnej analýzy prognózovať finančnú budúcnosť podniku. Predvídanie finančnej situácie je pre podniky veľmi dôležité a je reakciou na nové javy vyvolané globalizáciou svetovej ekonomiky. Nečakané zvraty a turbulencie vo vývoji si vyžadujú schopnosť zachytiť prvé signály zmien už vo veľmi rannom štádiu.

Veľké množstvo ukazovateľov sťažuje hodnotenie finančnej situácie podniku. Preto bolo v záujme finančných analytikov vytvoriť metódy a nástroje, ktoré by hodnotili podnik a jeho vývoj jedným syntetickým ukazovateľom. Zároveň je potrebné predvídať predpokladaný vývoj podniku v budúcnosti, pretože v prípade skrytých finančných ťažkostí sa podnik môže stať nesolventným, nelikvidným, prípadne bude musieť zastaviť svoju činnosť.

S cieľom vytvárania komplexného obrazu o podniku a jeho schopnosti existovať v budúcnosti sa hľadali skupiny ukazovateľov a možnosti ich vzájomného prepojenia. V praxi sa používajú modely:

- *Altmanov* model (Z-skóre),
- Index IN (upravený *Altmanov* model),
- Rýchly test,
- Index bonity,
- *Tafflerov* bankrotový model,
- *Beermanova* diskriminačná funkcia.

Altmanov model (Z-skóre)

Priamu štatistickú metódu (tzv. násobnú diskriminačnú analýzu) ako prvý uplatnil *Altman*¹⁷. Odhadol váhy pre jednotlivé pomerové ukazovatele, pričom zvolil vzorky podnikov, ktoré prosperovali ako i podnikov, ktoré neskôr zbankrotovali. Spočiatku použil hodnoty 22 pomerových ukazovateľov, ktoré neskôr zredukoval na 5 najdôležitejších. Takouto analytickou metódou získal rovnicu dôveryhodnosti (tzv. *Altmanovo* skóre). *Altmanova* rovnica pre podniky s obchodovateľnými akciami má tvar:

$$Z = 1,2 \cdot x_1 + 1,4 \cdot x_2 + 3,3 \cdot x_3 + 0,6 \cdot x_4 + 1,0 \cdot x_5$$

kde:

x_1 – pracovný kapitál / celkové aktíva,

x_2 – nerozdelené zisky / celkové aktíva,

x_3 – prevádzkový zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT) / celkové aktíva,

x_4 – trhovú hodnotu vlastného imania / účtovná hodnota dlhu,

x_5 – tržby / celkové aktíva.

Koeficienty znamenajú váhy jednotlivých premenných. Jednotlivé premenné predstavujú hodnoty uvedených podielov.

Výsledné číslo – *Altmanovo* skóre je celkový výsledok danej funkcie. Logicky a intuitívne platí, že čím je číslo Z vyššie, tým je podnik zdravší. *Altman* zistil, že podniky ktoré dosahovali hodnotu Z nad 2,99 boli finančne pevné a ani neskôr netrpeli žiadnymi finančnými problémami. Podniky, ktorých hodnota Z bola nižšia ako 1,81, skôr alebo neskôr zbankrotovali. V intervale od 1,81 – 2,99 neexistovala žiadna dokázateľná prognóza. Presnosť tohto modelu (a jemu podobných) sa zvýši, ak v rovnici bude zachytená i stabilita finančných ukazovateľov v čase. Dohodnuté váhy sa v trhových ekonomikách jednotlivých krajín veľmi nelíšia, no napriek tomu v transformujúcich sa ekonomikách je potrebné ich dôsledne prehodnotenie.

Altmanov model (výber ukazovateľov a priradené váhy) bol totiž konštruovaný na základe rozsiahleho empirického prieskumu v USA. Slovenské akciové spoločnosti nepôsobia zatiaľ v štandardnom trhovom prostredí (absentuje najmä rozvinutý kapitálový trh), preto je vypovedacia schopnosť modelu nižšia. Ukazovateľ trhovej hodnoty akcie nezodpovedá trhovým podmienkam, ale rôznym záujmovým vplyvom silných finančných spoločností a tým sa cez tento parameter znižuje hodnota vzorca. Zároveň sa vytvorili dva druhy hodnotenia pre akciové spoločnosti a ostatné typy podnikov a znížil sa počet stupňov hodnotenia zo 4 na 3, ako uvádza obr. 15.

Pre potreby použitia ukazovateľa na vzájomné porovnávanie podnikov z odboru (konkurencie) sa priradili jednotlivým hodnotám skóre body na posúdenie úspešnosti podniku. Napriek uvedenej skutočnosti má tento model vysokú a pomerne presnú vypovedaciu schopnosť, pretože všetky podniky, ktorých výsledná hodnota Z bola nižšia ako 1,81, najneskôr do dvoch rokov zbankrotovali. V podmienkach SR je odporúčané nahradiť hodnotu 1,81 hodnotou 1,2.

¹⁷ Edward I. Altman je finančným ekonómom a profesorom na Stern School of Business, New York University. Predikčný model Z-score bol vyvinutý v r. 1968.

Typ podniku	Finančná situácia	Nevyhnané výsledky	Hrozba bankrotu
Akiové spoločnosti	>2,99	1,81-2,99	<1,81
Ostatné typy podnikov	>2,90	1,20-2,90	<1,20
Bodovanie	20	12	4
Vypovedacia schopnosť	Zdravý podnik	Neistota pri prognózovaní	Hrozí bankrot
Hodnotenie úspešnosti	Dobrá	Priemerná	Zlá

Obr. 15. Hodnotenie Z-skóre pre akiové spoločnosti a ostatné podniky

Pre ostatné podniky má *Altmanova* rovnica tvar:

$$Z = 1,2 \cdot x_1 + 1,4 \cdot x_2 + 3,3 \cdot x_3 + 0,6 \cdot x_4 + 1,0 \cdot x_5$$

Tieto finančné hodnoty majú veľký význam nielen pre stanovenie nebezpečenstva bankrotu, ale aj pre iné oblasti podnikania. Ratingové agentúry ich napríklad využívajú pre odhad bonity emisie obligácií a pri hodnotení investičnej kvality a kvality jednotlivých druhov cených papierov.

Index IN (upravený Altmanov model)

Index IN bol konštruovaný na podmienky Českej republiky. Pretože podmienky Českej republiky sú veľmi blízke podmienkam na Slovensku predstavuje modifikovaný *Altmanov* model a hodí sa aj na podmienky Slovenskej republiky. Upravený index možno vypočítať spôsobom:

$$\text{Index IN} = v_1 \cdot x_1 + v_2 \cdot x_2 + v_3 \cdot x_3 + v_4 \cdot x_4 + v_5 \cdot x_5 - v_6 \cdot x_6$$

kde:

x_1 – celkové aktíva / cudzie zdroje,

x_2 – prevádzkový zisk / nákladové úroky,

x_3 – prevádzkový zisk / celkové aktíva,

x_4 – tržby / celkové aktíva,

x_5 – obežné aktíva / krátkodobé záväzky + krátkodobé úvery,

v_1 až v_6 – váhy jednotlivých ukazovateľov podľa ekonomiky ale aj odvetvia.

V závislosti od dosiahnutého výsledku možno určiť, kde sa nachádza podnik a aké má svoje finančné zdravie. Jednotlivé intervaly hodnotenia ponúka obr. 16. Dané rozdelenie platí pre transformujúce sa krajiny a zvlášť pre Českú a Slovenskú republiku.

Skóre	Hodnotenie
IN<1	Podnik je na pokraji bankrotu
1<IN<2	Vývoj podniku nie je možné prognózovať
2<IN	Podnik s výborným finančným zdravím

Obr. 16. Hodnotenie podnikov podľa indexu IN

Rýchly test

Má slúžiť k rýchlemu zhodnoteniu finančného stavu podniku na základe zoskupenia niekoľkých ukazovateľov zo základných častí sledovania podnikových finančných aktivít. Použité sú tu ukazovatele z cash flow, ktoré lepšie charakterizujú správanie sa podniku z dôvodu, že sa jedná o bezprostredné finančné zdroje, ktoré do podniku prichádzajú. Pri výnosoch oproti cash flow nie je istá ich 100 %-ná návratnosť – niektoré pohľadávky sa môžu stať rizikovými a nemusia byť uhradené z dôvodu nesolventnosti obchodného partnera.

Medzi ukazovatele hodnotiace finančné zdravie podniku patria:

- Finančná samostatnosť charakterizujúca kapitálovú silu podniku a podiel cudzích zdrojov na fungovaní podniku. Vzniká tu dilema pri dosahovaní vysokej stability a samostatnosti podniku vysokým podielom vlastného imania a zároveň poklesu jeho rentability, pretože vysoký podiel vlastných zdrojov znižuje jeho rentabilitu. Zároveň zvyšovanie cudzích zdrojov oslabuje stabilitu a znižuje samostatnosť podniku, ale zvyšuje rentabilitu vlastných zdrojov. Vzniká potreba stanovenia optimálneho pomeru medzi cudzími a vlastnými zdrojmi v závislosti od toho, v akej časti životného cyklu sa podnik nachádza.¹⁸ Za dobrý údaj sa považuje minimálne 50 %. Ukazovateľ finančnej samostatnosti možno vypočítať ako pomer vlastného imania a celkových aktív podniku.
- Prevrátená likvidita využíva cash flow namiesto bežne používaných krátkodobých (aj dlhodobých) pohľadávok, aby citlivejšie stanovila obdobie, za ktoré je podnik schopný uhradiť svoje záväzky. Ukazovateľ možno vypočítať takto:

$$\text{Doba splácania dlhu z cash flow} = \frac{\text{Krátkodobé a dlhodobé záväzky} + \text{finančný záväzok}}{\text{Bilančný cash flow}}$$

pričom:

$$\text{Bilančný cash flow} = \frac{\text{VH} + \text{O} - \text{DP} - \text{PUA} + \text{PUP}}{\text{Počet mesiacov roka}}$$

kde:

VH – výsledok hospodárenia,

PUA – prechodné účty aktív,

O – odpisy,

PUP – prechodné účty pasív,

DP – daň z príjmu.

¹⁸ Ázijské podniky dosahujú veľmi nízke hodnoty ukazovateľa finančnej samostatnosti, napriek tomu sú celkom úspešné. (Výnimkou bola napr. spoločnosť Daewoo.)

Predstavuje dobu splácania dlhu z finančných zdrojov, ktoré skutočne podnik dostane a nie na základe výnosov, ktoré vyplývajú z účtovníctva (pritom však nepredstavujú všetky skutočne prijaté finančné prostriedky).

- Podiel finančných zdrojov z podnikateľskej činnosti predstavuje, koľko finančných prostriedkov generuje podnik zo svojej obchodnej činnosti. Určuje to jeho finančnú silu v podobe zaangažovania bonitných zákazníkov a jeho obchodnej politiky pri získavaní disponibilných finančných zdrojov. Ukazovateľ možno vypočítať ako podiel cash flow a tržieb.
- Rentabilita podnikových aktív. Jej hodnota sa odvíja od ekonomického prostredia podniku. Rentabilitu udáva podiel hospodárskeho výsledku z bežnej činnosti (zníženého o daň z príjmu) a celkových aktív. Pre Rýchly test zhodnotenia podniku je stanovená stupnica hodnotenia ukazovateľov, ktorá udáva rýchly prehľad o postavení podniku. Tento prehľad ponúka obr. 17¹⁹, v ktorej boli jednotlivým rozpätiam priradené body pre vzájomné hodnotenie podnikov.

Ukazovateľ	Rozpätie / bodovanie				
Kvóta vlastného kapitálu (v %)	>30	>20	>10	<10	<0
Doba splácania dlhu	<3	<5	<12	>12	>30
Cash flow tržieb (v %)	>10	>8	>5	>0	<0
ROA (v %)	>15	>12	>8	>0	<0
Finančná výkonnosť					
Bodovanie	5	4	3	2	1
Bodovacie rozpätie	20-17	16-13	12	11-9	8-4
Hodnotenie úspešnosti	Výborná	Veľmi dobrá	Dobrá (priem.)	Zlá	Ohrozená (insolv.)

Obr. 17. Hodnotenie podniku podľa rýchleho testu

V stupnici sa neprihliada na poznávanie podnikov v rámci ekonomického prostredia a odvetvia, v ktorom pôsobia, čo je negatívom.

Index bonity

Tento súborný ukazovateľ používa 6 čiastkových ukazovateľov z rôznej oblasti, pričom im podľa dôležitosti priraduje určitú váhu. Zostavený je z týchto ukazovateľov:

- x1 – cash flow / cudzie zdroje,
- x2 – celkové aktíva / cudzie zdroje,
- x3 – zisk pred zdanením / celkové aktíva,
- x4 – zisk pred zdanením / celkové výkony,

¹⁹ Zalaj, K. a kol.: Finančno-ekonomická analýza podniku. Bratislava, Sprint vŕfa 1997, s. 79.

Zdroj	Stupnica hodnotenia						
Pre transformujúce sa podniky	>-3	>-2	>-1	<0	<0.5	<1	>1
Pre slovenské podniky	<0	<0	≥0	≥1	≥2	>3	
Hodnotenie úspešnosti	Extrémne zlá	Veľmi zlá	Zlá	Určité problémy	Dobrá	Veľmi dobrá	Vynikajúca

Obr. 18. Stupnica hodnotenia podľa indexu bonity

Ukazovateľ	Pravdepodobnosť bankrotu			
Skóre	>0,3	>0,25	>0,2	<0,2
Bodovanie	20	10	5	0
Hodnotenie úspešnosti	Nie je	Nie veľká	Zvýšená	Vysoká
		malá		

Obr. 19. Hodnotenie Tafflerovho modelu podľa skóre

Ukazovateľ	Hodnotenie			
BDF	Veľmi dobré	Dobré	Priemerné	Zlé
	<0,2	<0,25	<0,3	>0,3
	úspešné podniky		neúspešné podniky	

Obr. 20. Stupnica hodnotenia úspešnosti podniku podľa Beermanovej diskriminačnej funkcie

- x5 – zásoby / celkové výkony,
- x6 – celkové výkony / celkové aktíva.

Na záverečné hodnotenie bola na základe empirických výskumov zostavená stupnica uvedená na obr. 18²⁰. Pre podmienky transformujúcich ekonomík sa vo väčšine prípadov používajú zmäkčujúce pravidlá, pretože podniky prechádzajú na nový systém merania a riadenia na základe trhu a tým dochádza k ich postupnej transformácii bez prerušenia prevádzky.

Tafflerov model

*Tafflerov model*²¹ používa pre svoje hodnotenie štyri ukazovatele so stanovenými váhami. Patria sem:

- R1 (Likvidita) = zisk pred zdanením / krátkodobé záväzky,
- R2 (Likvidita cudzích zdrojov) = obežné aktíva / cudzí kapitál,
- R3 (Zadlženosť) = krátkodobé záväzky / majetok,
- R4 (Výnosnosť kapitálu) = celkové tržby / majetok.

Stupnica s hodnotami skóre na určenie pravdepodobnosti bankrotu sledovaného podniku podľa *Tafflerovho* modelu je na obr. 19.²² Táto stupnica je pretransformovaná do bodovej stupnice na hodnotenie úspešnosti podnikov v ich vzájomnej interakcii.

Beermanova diskriminačná funkcia

Používa sa podobne ako predchádzajúce modely na hodnotenie okamžitej situácie podniku alebo jeho vývoja smerom do budúcnosti. Tento model je zameraný na výrobné podniky a jeho použitie sa neodporúča pri hodnotení obchodných podnikov. *Beermanova* diskriminačná funkcia (BDF)²³ vychádza z desiatich pomerových ukazovateľov, ktorým sú priradené váhy podľa prikladania významu autora jednotlivým ukazovateľom. Ide o tieto pomerové ukazovatele:

- x1 – odpisy dlhodobého hmotného majetku (DHM) / (počiatočný stav DHM + prírastok DHM),
- x2 – cash flow / záväzky,
- x3 – prírastok DHM / odpisy DHM,
- x4 – záväzky / celkové aktíva,
- x5 – výsledok hospodárenia pred zdanením / tržby,
- x6 – výsledok hospodárenia pred zdanením / celkové aktíva,
- x7 – záväzky voči bankám / celkové záväzky,
- x8 – tržby / celkové aktíva,
- x9 – zásoby / tržby,
- x10 – výsledok hospodárenia pred zdanením / záväzky.

²⁰ Gallo, P.: Interné materiály. Technická univerzita, Košice.

²¹ Taffler, R. J. – Tseung, M.: The Audit Going-Concern In Practise. In: Accountant's Magazine. Vol. 88, 1984, s. 263 – 269.

²² Tamže.

²³ Sedláček, J.: Účetní data v rukou manažera. Finanční analýza v řízení firmy. Praha, Computer Press 1998, s. 112.

²⁴ Baran, D.: Metódy finančnej analýzy „ex ante“. In: Podniková ekonomika a manažment. Žilinská univerzita, 3/2005, s. 78.

Výsledný tvar *Beermanovej* diskriminačnej funkcie vrátane príslušných váh bol stanovený nasledovne:

$$\begin{aligned} \text{BDF} = & 0,217 \cdot x_1 + (-0,063) \cdot x_2 + 0,012 \cdot x_3 + 0,007 \cdot x_4 + (-0,105) \cdot x_5 + (-0,813) \cdot x_6 \\ & + 0,165 \cdot x_7 + 0,161 \cdot x_8 + 0,268 \cdot x_9 + 0,124 \cdot x_9 \end{aligned}$$

Hodnotenie podniku je realizované podľa stupnice uvedenej na obr. 20²⁴.

Kritickou hodnotou ukazovateľa je hodnota 0,3, pri ktorej dochádza k rozdeleniu hodnotených podnikov na úspešné a neúspešné. Charakteristickým znakom týchto ukazovateľov je úsilie o komplexné zachytenie diania v podniku pri použití čo najmenšieho počtu ukazovateľov. Cieľom je snaha čo možno najpresnejšie predvídať správanie podniku v budúcnosti. Rýchlosť a jednoduchosť tohto procesu, najmä pri medzipodnikovom porovnávaní, sa dosahuje najmä vďaka spojeniu ukazovateľov do jediného komplexného ukazovateľa. Ich úlohou je predvídať budúcnosť cez históriu – ak bola totiž v minulosti nedostatočná a slabá výkonnosť existuje predpoklad, že aj budúcnosť podniku bude nepriaznivá, prípadne už nebude žiadna.

Finančné plánovanie orientované na cieľovú funkciu

Plánovanie načrtáva budúcnosť, ktorú môže aktuálne konanie aktívne utvárať. Formuluje explicitne alebo implicitne ciele podnikania a prostriedky k ich dosiahnutiu. Podľa cieľovej funkcie sa rozhoduje o využití alebo nevyužití príležitostí, ktoré sa naskytujú.

Plánovanie si vyžaduje neustále spracovávanie a aktualizáciu strategických, taktických a operatívnych plánov. Plánovanie je zvlášť dôležité vo veľkých podnikoch členených na divízie a dcérske podniky. Plán je kľúčovým nástrojom koordinácie a komunikácie. Plánovanie má tiež motivovať výkonnosť, podporovať kreativitu, zabezpečovať prispôsobovanie sa podniku voči okoliu.

Plánovanie obmedzuje riziká. Vychádza zo starostlivej analýzy historických skutočností, obsahuje ich uvážené hodnotenie a prechádza do náčrtu budúcich hrozieb a príležitostí. Predpokladajú sa budúce možné vplyvy a pravdepodobná úspešnosť jednotlivých variantov vlastnej stratégie v jej rámci a na základe toho sa potom plánuje vlastná činnosť podniku.

Plánovanie sa usiluje o optimalizáciu výsledkov podniku podľa cieľov. Bez účinného celopodnikového plánovania vzniká nebezpečenstvo suboptimalizácie. Tzn., že napríklad divízie alebo dcérske podniky optimalizujú vlastné ciele bez ohľadu na celok. To môže spôsobovať škody a byť dokonca v rozpore s plnením celopodnikových cieľov.

Explicitným, (jednoznačným číselným) výrazom plánovania je finančné plánovanie. Je to nepretržitý proces stanovovania a hodnotenia finančných cieľov. Zároveň je procesom výberu vhodných prostriedkov na dosiahnutie spomínaných cieľov, ktorého výsledkom je návrh a schválenie finančného plánu. Finančný plán predstavuje kvantitatívne vyjadrenie sústavy rozhodnutí prijatých v procese plánovania a je základným nástrojom v procese finančného riadenia. Jeho úlohou je zosúladiť plánované potreby podnikateľského subjektu s jeho platobnými možnosťami tak, aby bola dlhodobá zabezpečená jeho finančná rovnováha.

Finančná dôveryhodnosť podniku pre jeho finančných a obchodných partnerov je založená na odolnosti podniku proti prevádzkovým rizikám a na úrovni doterajšej starostlivosti o finančné zdravie podniku. Poskytovatelia finančných prostriedkov sa spravidla neuspokoja iba s odhadom budúcich hrozieb a príležitostí na finančnú situáciu podniku. Požadujú od neho finančný prehľad o zamýšľanom finančnom správaní, ktorý osvetlí jeho pripravenosť plniť záväzky vyplývajúce z prijatých finančných prostriedkov. Takým dokumentom je spravidla finančný plán. S finančným plánom je spojené finančné rozhodovanie. Rozumie sa tým výber jednej možnosti z množiny alternatív, ktoré smerujú k riešeniu problému. Väčšina rozhodovacích situácií v podniku má svoju finančnú stránku a naopak, úlohy finančného rozhodovania majú svoje vecné aspekty.

Na základe úloh, ktoré zabezpečuje finančné plánovanie možno konštatovať, že je integrujúcim prvkom v systéme podnikového plánovania. Výsledkom tejto činnosti je zostavenie finančného plánu, ktorý predstavuje základný nástroj pri rozhodovaní o spôsobe získavania kapitálu, jeho alokácii a riadení likvidity.

Jednou zo základných vlastností ekonomických systémov je zameranosť na cieľ. Cieľový charakter správania ekonomických subjektov determinuje potrebu činnosti v rámci finančného riadenia, ktorá sa sústreďuje na výber optimálnych cieľov a prostriedkov na ich dosiahnutie.

Je to nepretržitý proces stanovovania a hodnotenia finančných cieľov. Zároveň je procesom výberu vhodných prostriedkov na dosiahnutie spomínaných cieľov, ktorého vý-

sledkom je návrh a schválenie finančného plánu. Finančný plán predstavuje kvantitatívne vyjadrenie sústavy rozhodnutí prijatých v procese plánovania a je základným nástrojom v procese finančného riadenia. Jeho úlohou je zosúladiť plánované potreby podnikateľského subjektu s jeho platobnými možnosťami tak, aby bola dlhodobo zabezpečená jeho finančná rovnováha.

Na základe úloh, ktoré zabezpečuje finančné plánovanie možno konštatovať, že je integrujúcim prvkom v systéme podnikového plánovania. Výsledkom tejto činnosti je zostavenie finančného plánu, ktorý predstavuje základný nástroj pri rozhodovaní o spôsobe získavania kapitálu, jeho alokácii a riadení likvidity.²⁵

Riadenie cash flow v procese tvorby nových hodnôt

Strategický finančný cieľ, ktorým je zvyšovanie trhovej hodnoty podniku a tým aj bohatstva vlastníkov, sa vo finančnom plánovaní spája s dvomi okruhmi problémov:

- majetkovým,
- finančným.

V procese finančného plánovania je potrebné prijať rozhodnutie o zdrojoch financovania – kapitáli a následne o jeho alokácii do podnikových aktív. Otázka obstarávania vhodných aktív nevyhnutných na uskutočňovanie podnikateľskej činnosti tak tvorí majetkový aspekt vo finančnom plánovaní a otázka voľby vhodných zdrojov financovania podnikateľskej činnosti sa spája s finančným aspektom vo finančnom plánovaní. Obe spomínané činnosti sú neoddeliteľnou súčasťou hodnototvorného procesu. Získavanie finančného kapitálu je základnou úlohou finančného riadenia v procese tvorby nových hodnôt a je nepopierateľným faktom, že má zásadný vplyv aj na finančné plánovanie. Finančná stránka akejkoľvek činnosti v podniku je neoddeliteľná od prevádzkovej stránky. Majetkové toky sú tak podmienené finančnými tokmi a finančné toky podmieňujú majetkové toky. Produkčný cyklus (nákup, výroba, predaj) je potom možné charakterizovať ako premenu podnikových aktív z jednej formy na druhú, pričom na začiatku dochádza k odlivu podnikových finančných zdrojov a na konci tohto cyklu sa vracia späť pôvodný peňažný tok (zvýšený o zisk) do podniku.

Tieto peňažné toky generované z vlastnej produkčnej činnosti podniku sú prvým zdrojom financovania. Tvoria dodatočný kapitál a predstavujú vnútorný zdroj financovania. Celý tento proces je známy ako samofinancovanie.

Rozvojové potreby podniku si však vyžadujú finančné zdroje ešte pred začatím výrobnjej činnosti. V súvislosti s rozvojovými potrebami je potrebné zabezpečiť príliv dodatočného kapitálu do podniku z externých zdrojov (bankové úvery alebo prostredníctvom kapitálového trhu). Vzhľadom na vzácnosť a vyššiu nákladovosť uvedených zdrojov je potrebné venovať veľkú pozornosť stanoveniu optimálnej kapitálovej štruktúry podnikateľského subjektu. V konečnom dôsledku je tak možné konštatovať, že existuje súvislosť medzi majetkovou situáciou podnikateľského subjektu dosiahnutým hospodárskym výsledkom a finančnou situáciou, resp. skutočnou potrebou finančných prostriedkov (hotovostných aj bezhotovostných) za určité časové obdobie.

²⁵ Problematika finančného plánovania, ako aj finančného plánu a jeho tvorby je podrobnejšie uvedená v kapitole Finančné riadenie podniku.

Základňou pre sledovanie a plánovanie rozhodujúcich ekonomických súvislostí je v podniku bilancia. Bilancia vyjadruje predovšetkým stav aktív a zdrojov ich financovania. Vzhľadom na spomínanú vlastnosť potom bilancia zachytáva aj stavy peňažných prostriedkov. Výsledok hospodárenia je v bilancii vyjadrený ako rozdiel medzi aktívami a kapitálom. Tvorbou a podrobné členenie hospodárskeho výsledku je predmetom výkazu ziskov a strát. Významné informácie k bilancii a výkazu ziskov a strát poskytuje výkaz cash flow. Z pohľadu finančného riadenia, t. j. z hľadiska finančnej kontroly aj finančného plánovania je hlavným cieľom tohto výkazu informovať o schopnosti podniku vytvárať peňažné prostriedky a o spôsobe ich alokácie. Prostredníctvom výkazu cash flow dochádza k transformácii nákladovo-výnosového princípu všeobecne používaného v účtovníctve na princíp príjmovovo-výdavkový. V dôsledku tejto skutočnosti je potom možné sledovať tvorbu finančných zdrojov v troch hlavných oblastiach, ktoré sú predmetom podnikového riadenia:

- v hlavnej výrobnjej činnosti,
- v investičnej činnosti,
- v oblasti financovania podniku.

Proces tvorby plánovaného výkazu cash flow sa zameriava na to, aby postihol všetky plánované zmeny peňažného fondu podniku v súvislosti s jeho plánovanými činnosťami v spomínaných troch oblastiach. Neoddeliteľnou súčasťou plánovacej činnosti je aj vymedzenie obsahu peňažného fondu. Vo všeobecnosti možno obsah peňažného fondu vymedziť ako:

- peňažné prostriedky (hotovostné, bezhotovostné netermínované, ceniny, peniaze na ceste),
- likvidné finančné aktíva vymeniteľné za hotovosť (štátne pokladničné poukážky, bankové dlhopisy a pod.).

Definovanie podstaty peňažného fondu má hlavný význam z hľadiska podnikovej činnosti. Skutočným pohybom peňažných prostriedkov totiž nie je zisk, ale cash flow. Zmena peňažných prostriedkov, ktorá je vykázaná v bilancii, neumožňuje posúdiť úcel prílivu a odlivu peňažných prostriedkov. Tieto informácie možno odvodiť len na základe výkazu cash flow.

Podstata cash flow

Sledovanie hospodárenia podniku je realizované prostredníctvom komplexného ukazovateľa – hospodárskeho výsledku v pozitívnej hodnote (zisk) alebo v negatívnej hodnote (strata). Zisk predstavuje rast zdrojov podniku, ktoré môžu slúžiť na rozvoj podniku v podobe investovania do projektov a tým zlepšovania jeho konkurenčnej schopnosti. Zisk však nemá dostatočnú informačnú hodnotu o schopnosti podniku plniť finančné záväzky. Podnik okrem toho potrebuje finančné prostriedky na svoje operatívne fungovanie. Je nutné uhradiť záväzky, pôžičky alebo úvery, na čo potrebuje podnik peňažné prostriedky v takej hodnote, aby zabezpečili úhradu výdavkov. Na sledovanie peňažných príjmov a výdavkov v čase a objeme potrebných na pokrytie každodenných potrieb slúži sledovanie peňažných tokov.

Cash flow predstavuje pohyb peňažných prostriedkov daného podniku za určité obdobie vyplývajúci z uskutočňovania jeho činností. Má dominantné postavenie pri riadení likvidity podniku. V porovnaní s hospodárskym výsledkom, ktorý predstavuje rozdiel medzi výnosmi a nákladmi, je cash flow rozdielom medzi príjmami a výdavkami. Vzájomným prepojením bilancie, výkazu zisku a strát a odvodením štyroch základných typov finančných operácií možno odvodiť výkaz cash flow a sledovať toky peňažných prostriedkov v podniku.

Cash flow má vysokú vypovedaciu schopnosť o finančnom zdraví podniku. Poukazuje na jeho likviditu a toky peňažných prostriedkov. Podáva informácie o schopnosti podniku usku-

točňovať úplné samofinancovanie pri kladných disponibilných tokoch alebo pri záporných tokoch. Taktiež naznačuje neschopnosť pokrývať podnikové investičné zámery zo zdrojov vlastnej činnosti pri záporných tokoch. Pre označovanie peňažných tokov sú využívané dva termíny:

- Čistý cash flow (Netto), ktorý predstavuje čistý príjem. Vypočíta sa ako rozdiel medzi bežnými peňažnými príjmami a odpismi podniku na jednej strane a jeho bežnými výdavkami na druhej strane. Tento rozdiel musí byť pozitívny ak podnik má mať hotové peniaze k dispozícii.
- Cash flow (Brutto) je súhrnom všetkých peňažných príjmov a výdavov podniku za stanovené časové obdobie. Obdobie sledovania cash flow sa najčastejšie zhoduje s plánovacím obdobím.

Cash flow poskytuje obraz o pohybe finančných prostriedkov v podniku. Služi tiež na rozpočtovanie peňažných príjmov a výdavov podniku, hodnotenie investičných projektov a vypracovanie prognóz rozvoja podniku. Predstavuje reálny pohyb peňažných tokov, resp. finančných prostriedkov v podniku, ako je znázornené na obr. 21.



Obr. 21. Cash flow

Keďže cash flow predstavuje časovo určitý objem finančných prostriedkov má tendenciu byť zamieňaný so ziskom ako tvorcom zdrojov podniku. Medzi oboma finančnými veličinami však existujú aj významné odlišnosti.

Odlišnosti medzi ziskom a cash flow sú kvantitatívne aj kvalitatívne. Zatiaľ čo pri cash flow je rozhodujúca predovšetkým oblasť finančného zdravia a likvidity podniku, zisk vypovedá o výsledku hospodárenia podniku, ale aj o vlastných finančných zdrojoch podnikateľskej činnosti.

Základné rozdiely medzi cash flow a ziskom sú najmä v oblastiach:

- Cash flow sú peňažné prostriedky v hotovosti, reálne peniaze. Zisk je účtovne vykázaná veličina, v podstate účtovnícky termín.
- Existuje rozdiel v pohybe prostriedkov, v ich peňažnom vyjadrení a hmotných prostriedkov pri účtovaní zisku.
- Existuje časový nesúlad medzi hospodárskymi operáciami (vyvolávajúcimi náklady a tvoriacimi tržby) a ich finančným uskutočnením.
- Používajú sa rôzne metódy oceňovania, ktoré vytvárajú rozdiely medzi výnosmi a príjmami, medzi nákladmi a výdavkami a medzi ziskom a cash flow.
- Zisk je rozdiel medzi výnosmi a nákladmi. Cash flow je rozdiel medzi príjmami a výdavkami. Vyjadruje reálne peňažné toky a ich objem v podniku.

Názorné porovnanie rozdielov medzi ziskom a cash flow vidno z obr. 22²⁶.

Položka/ obdobie	Hospodársky výsledok					Cash flow				
	1	2	3	4	Spolu	1	2	3	4	Spolu
Tržby	600	900	1 100	1 400	4 000	600	900	1 100	1 400	4 000
Materiál	1 500		1 500		3 000	500	800	800	900	3 000
Služby I	30	30	40	100	200		60	40	100	200
Mzdy	60	90	110	140	400	60	90	110	140	400
Odpisy	50	50	50	50	200					
Hrubý zisk/CF	-1 040	730	-600	1 110	200	40	-50	150	260	400
Dane				56	56				56	56
Čistý zisk/CF	-1 040	730	-600	1 054	144	40	-50	150	204	344

Obr. 22. Rozdiely medzi ziskom a cash flow

V dôsledku vzniku rozdielov medzi ziskom a cash flow je potrebné každodenne sledovať cash flow ako nutnú podmienku ekonomického prežitia podniku. Z toho sa vychádza aj pri vypracovaní plánu a riadenia cash flow. V sekundárnom prejave riadenie cash flow napomáha budovanie imidžu podniku.

Pre operatívnu činnosť podniku sú nevyhnutné peňažné prostriedky v hotovosti, aby bolo zabezpečené bezporuchové plnenie plánovaných úloh najmä v oblastiach:

- v bežnej podnikateľskej činnosti (zmeny pohľadávok, zásob, záväzkov a pod.),
- v investičnej činnosti (zmeny majetku a zdrojov),
- vo finančnej činnosti (fondy, podiely v iných podnikoch, akcie a dividendy).

Na základe uvedeného členenia finančných operácií je potom možné vyjadriť konečný stav likvidných finančných prostriedkov podniku za sledované obdobie bude:

$$KSFP = PSFP \pm HV + (\text{zvýšenie K alebo zníženie A}) - (\text{zvýšenie A alebo zníženie K})$$

kde:

KSFP – konečný stav likvidných finančných prostriedkov,

PSFP – počiatočný stav likvidných finančných prostriedkov,

HV – hospodársky výsledok (zisk alebo strata),

K – kapitál (vlastný kapitál a cudzí kapitál),

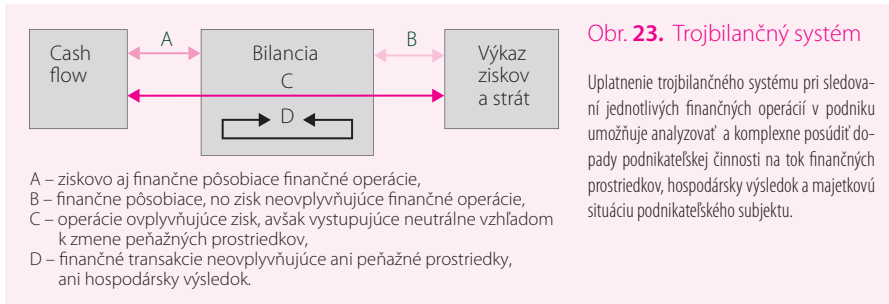
A – aktíva.

Poznanie počiatočného stavu finančných prostriedkov a charakteru finančných operácií

²⁶ Náklady (materiál, služby, mzdy) a tržby sú evidované v účtovníctve v prvom a treťom štvrtroku, ale úhrada nákladov a inkasa tržieb je oddialená o ďalší štvrtrok. Tieto omeškania sú zobrazené v cash flow. Zisk je uhradený za celé sledované obdobie a pri dani je použitá daňová sadzba 19 %. Podľa príkladu má podnik problémy v druhom období, kedy má záporný cash flow a v tomto období potrebuje zabezpečiť dodatočné zdroje na úhrady záväzkov. Pribeh zobrazený v účtovníctve je však iný.

na vplyv finančnej situácie podniku je východiskom pri riadení likvidity. Na základe čiastkových plánov v majetkovej sfére, sfére zdrojov financovania a sfére nákladov, výkonov a tvorby zisku, možno uskutočniť prognózu v oblasti zmeny pohybu peňažných prostriedkov podniku za stanovené obdobie.

Pôsobenie peňažných operácií na položky jednotlivých finančných výkazov je znázornené na obr. 23.



Príkladom ziskovo aj finančne pôsobiacej operácie v podniku je príjem platieb v hotovosti za predtým odpísanej pohľadávky.

Príkladom finančne pôsobiacej, no zisk neovplyvňujúcej finančnej operácie, je odvod dane z pridanej hodnoty do štátneho rozpočtu (podnikom, ktorý je platcom tejto dane). Iným príkladom tohto typu operácie môže byť platba preddavku dodávateľovi pri nákupe dlhodobého hmotného majetku.

Medzi operácie, ktoré ovplyvňujú zisk, avšak sú neutrálne voči zmene peňažných prostriedkov, možno zaradiť zúčtovanie alikvotnej časti nákladov z účtu časového rozlíšenia nákladov budúcich období do nákladov. Príkladom posledného typu finančných transakcií (neovplyvňujúcich ani peňažné prostriedky ani hospodársky výsledok) je vznik dlhodobého záväzku pri obstaraní majetku.

Pri plánovaní, ale aj pri vykazovaní, analýze a optimalizácii peňažných tokov možno postupovať v zásade dvomi metódami:

- Priamou metódou, ktorá je založená na sledovaní príjmov a výdavkov alebo na transformácii nákladov a výnosov na príjmy a výdavky (nepravá priama metóda). Prostredníctvom tejto metódy sú priamo sledované všetky vstupy a výstupy. Je to možné pri nízkom počte údajov, to znamená v malých podnikoch alebo v podnikoch s nízkym počtom položiek. Podstata uvedenej metódy spočíva v rozdiel všetkých príjmov a všetkých výdavkov. Pri položkách inkaso pohľadávok a ostatné nepredvídateľné príjmy je výpočet založený na praktickej skúsenosti a odhade, čím je táto metóda v značnej miere znevýhodnená. Postup priameho sledovania cash flow je uvedený na obr. 24²⁷.
- Nepriamou metódou, ktorá je založená na transformácii výsledku hospodárenia na peňažný tok. Je častejšie používaná v podnikovej praxi pre svoju prehľadnosť a menšiu náročnosť pri spracovaní údajov z podnikových účtovných výkazov.

²⁷ Kráľovič, J. – Vlachynský, K. – Markovič, P.: Finančný manažment. Bratislava, IURA EDITION spol. s r. o. 2002, s. 71.

Názov položky plánu	Suma
Peňažné prostriedky k 1. 1. 2005	
Inkaso pohľadávok	
Ostatné príjmy	
Plánované príjmy spolu	
Celkové peňažné prostriedky na použitie	
Plánované použitie peňažných prostriedkov:	
Nákup materiálu	
Priame mzdy	
Výrobná réžia	
Distribučná réžia	
Administratívna réžia	
Výdavky na investície	
Dividendy	
Plánované použitie peňažných prostriedkov spolu	
Peňažné prostriedky k 31. 12. 2005	

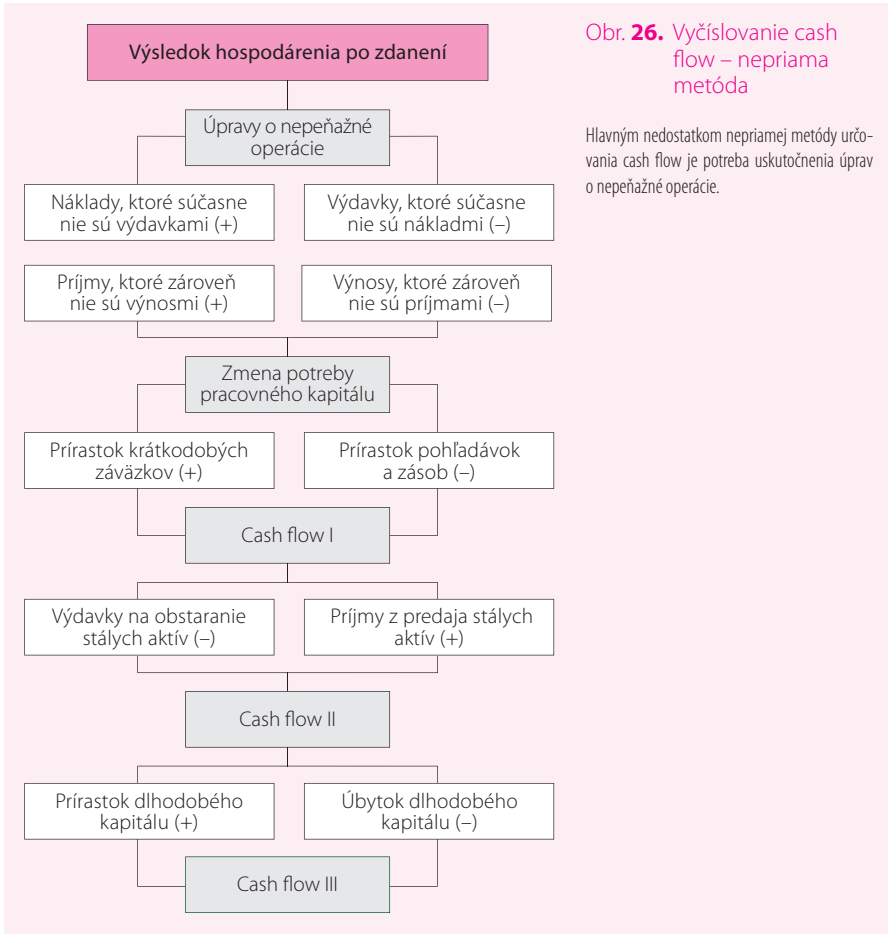
Obr. 24. Priame sledovanie cash flow

Postup pri vyčíslovaní cash flow nepriamou metódou je znázornený na obr. 26.

Praktický príklad na stanovenie cash flow nepriamou metódou ponúka obr. 25. Z hľadiska analýzy tejto tabuľky je zaujímavým zistením skutočnosť, že podnik síce dosahuje pomerne vysoký čistý zisk a vysokú hodnotu odpisov, no jeho peňažné prostriedky sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom znížili. Hlbšia analýza však poukazuje na to, že hlavným faktorom spomínaného stavu sú vysoké výdavky na investície, čo možno hodnotiť pozitívne.

Riadok	Názov položky	Plán
1.	Peňažné prostriedky k 1.1.20XX	32 970
2.	Čistý zisk	60 855
3.	Odpisy investičného majetku	53 084
4.	– Prírastok (+ úbytok) zásob	-20 347
5.	– Prírastok (+ úbytok) pohľadávok	32 746
6.	– Prírastok (+ úbytok) cenných papierov	-38 045
7.	– Prírastok (+ úbytok) ostatného obežného majetku	-5 970
8.	+ Prírastok (– úbytok) záväzkov	131 365
9.	– Výdavky na investície	-191 301
10.	– Vyplatené dividendy	-29 400
11.	– Ostatné použitie zisku	-9 000
12.	Súčet = prírastok (úbytok) peňažných prostriedkov	-16 013
13.	Peňažné prostriedky k 31.12.20XX	16 957

Obr. 25. Nepriame sledovanie cash flow



Obr. 26. Vyčísľovanie cash flow – nepriama metóda

Hlavným nedostatkom nepriamej metódy určovania cash flow je potreba uskutočnenia úprav o nepeňažné operácie.

Sledovanie cash flow pomocou nepriamej metódy je realizované prostredníctvom výkazu cash flow zostavovaného v podnikovom výkazníctve. Výkaz cash flow je požadovaný finančnými inštitúciami ako podklad pre analýzu podnikovej finančnej situácie pri žiadosti daného podniku o poskytnutie úveru.

Cash flow je kvôli prehľadnosti informačných tokov sledovaný v troch oblastiach, ktoré sledujú činnosť podniku:

- cash flow z prevádzkovej činnosti zachytávajúci výsledky činností spojených s prevádzkou podniku,
- cash flow z investičnej činnosti zobrazujúci pohyb a zmeny v majetku a zdrojoch jeho krytia,
- cash flow z finančnej činnosti sledujúci pohyby vo fondoch, úveroch, dlhoch podniku, či v akciách alebo dividendách.

Cash flow podáva obraz o platobnej schopnosti podniku, o likvidite, viazanosti prostriedkov v majetku a zdrojoch majetku a umožňuje ich analýzu. Na základe vyhodnotenia daného stavu umožňuje uskutočniť základné kroky pre zlepšenie finančného krytia:

- presvedčiť alebo prinútiť odberateľov k dodržiavaniu stanovených lehôt úhrad za dodané produkty, prípadne ich motivovať ku skorším platbám, v kratších lehotách splatnosti faktúr,
- získať finančné prostriedky predajom pohľadávok vo forme faktoringu (factoring) alebo forfejtingu (forfaiting),
- využiť všetky možnosti neporušujúce vzájomne uzavreté zmluvy pre neskoršiu úhradu platieb podnikovým dodávateľom,
- zvýšiť objem tržieb presadením vyšších cien produktov. V tomto prípade je však potrebné rešpektovať elasticitu dopytu po daných produktoch, aby nedošlo k vyššiemu percentuálnemu poklesu dopytu, než bolo zvýšenie ceny týchto produktov,
- znížiť režijné náklady,
- znižovať objem zásob vo všetkých podobách,
- obmedziť výkyvy vo výrobe a dosiahnuť čo najvyrovnanejšiu výrobu. Znížiť objem finančných prostriedkov poskytovaných pracovníkom na rôzne hotovostné platby a skrátiť ich viazanie,
- založiť vnútropodnikovú banku na výplaty a používané voľné peňažné zdroje,
- získať nový úver alebo reštrukturalizovať krátkodobé úvery na dlhodobé.

Pre rozhodovacie procesy podniku má cash flow významnú úlohu ako nástroj tvorby podnikových plánov výroby, rozvoja, v oblasti sledovania zmien stavu peňažných prostriedkov, rozpočtov, zostavovania strednodobých a dlhodobých finančných prognóz, schvaľovania investičných projektov alebo posúdenia ceny podniku.

V súvislosti s riadením a plánovaním otázok súvisiacich s podnikovou likviditou je potrebné si uvedomiť, že údaje o finančných prostriedkoch zaznamenané na podnikových účtoch, ktoré sú súčasťou bilancie, sú stavovými veličinami. Ich porovnanie s dosahovanými hodnotami z výkazu ziskov a strát (ako sú napr. ročné tržby pri finančnej analýze) je z hľadiska konzistentnosti údajov nesprávne, pretože ročné tržby sú tokovým ukazovateľom. Podobne pri tvorbe finančného plánu je mimoriadne dôležité, aby stanovené merateľné indikátory cieľov (ukazovatele) boli konzistentné z hľadiska obsahu s plánovaným cieľom. Riešením uvedeného problému v oblasti cash flow je aplikácia rozdielového ukazovateľa označovaného ako finančný fond. Predstaviteľom finančného fondu, ktorý sa v širokej miere uplatňuje pri riadení cash flow a likvidity je tzv. čistý pracovný kapitál. Čistý pracovný kapitál je rozdielovým ukazovateľom a počíta sa ako rozdiel medzi obežnými aktívami a krátkodobými záväzkami (finančnými aj z obchodného styku). Z pohľadu finančného manažéra čistý pracovný kapitál vyjadruje, aká časť z celkových krátkodobých cudzích zdrojov je voľná a tvorí tzv. finančný fond, ktorý je pre finančného manažéra zároveň súčasťou obežného majetku financovaného dlhodobými zdrojmi. Z hľadiska investora je čistý pracovný kapitál súčasťou dlhodobého kapitálu. Významnou mierou vypovedá o solventnosti podniku. Pri finančnom riadení, resp. jeho dôležitých súčiastiach (plánovaní a finančnej analýze) je dôležité sledovať, či je dodržané pravidlo zachovávaní potrebnej optimálnej hodnoty dlhodobého kapitálu v pomere k dlhodobým aktívam. Analýzou vývoja čistého pracovného kapitálu možno získať údaje, ktoré majú veľmi dobrú vypovedaciu schopnosť o likvidite podniku. Vzhľadom na to, že súčasťou obežných aktív sú aj aktíva, ktoré môžu byť nelikvidné (pohľadávky po lehote splatnosti, nepredajné zásoby, pomaly sa obracajúca nedokončená výroba), je potrebné pri analýze likvidity uvedené okolnosti zohľadniť.

Jednou z možností ako sa vyhnúť problémom oceňovania a rôznej kvality aktív z pohľadu ich likvidnosti pri plánovaní a analýze cash flow je využívanie indikátora typu peňažného

finančného fondu nazývaného čisté pohotovú prostriedky. Ukazovateľ čisté pohotovú prostriedky má zároveň veľmi dobrú vypovedaciu schopnosť aj pri sledovaní okamžitej likvidity a je výsledkom rozdielu medzi pohotovými peňažnými prostriedkami a okamžite splatnými záväzkami. Napriek tomu, že je imúnny voči zmenám oceňovacích techník, možno ho ovplyvňovať pozdržaním platieb alebo skoršími úhradami záväzkov.

Uplatňovanie dvoch rôznych ukazovateľov – čistého pracovného kapitálu a čistých pohotovú prostriedkov – pri riadení likvidity je príkladom dvoch rôznych prístupov z hľadiska riadenia rizika pri podnikovom financovaní. Zo zreteľom na štruktúru podnikových finančných tokov ide o:

- agresívny spôsob financovania,
- konzervatívny spôsob financovania.

Agresívny spôsob financovania vychádza zo zásady, že na financovanie stálych aktív sú využívané aj krátkodobé cudzie zdroje. Výhoda spočíva v tom, že krátkodobý úver má za normálnych podmienok výhodnejšiu úrokovú sadzbu v porovnaní s dlhodobými zdrojmi. Rovnako prístup ku krátkodobým cudzím zdrojom je v porovnaní s dlhodobými zdrojmi oveľa menej komplikovanejší.

Konzervatívny spôsob financovania je založený na využívaní dlhodobého kapitálu nielen na financovanie fixných a trvale sa obracajúcich aktív, ale aj na obežné aktíva sezónneho charakteru. Vyššie náklady financovania sú zároveň spojené s väčšou finančnou istotou. Vo finančnej praxi podniku môžu nastať aj situácie, keď dokonca aj financovanie dlhodobými cudzími zdrojmi nemusí zvyšovať náklady spojené s financovaním rýchloobrátkových obežných aktív. Ako príklad možno uviesť situácie, keď dodávateľ pri dodávkach materiálu poskytuje odberateľovi zľavu (skonto) v prípade, že zaplatí za tovar v zmluvne stanovenej lehote pred termínom splatnosti.

Prognózovanie cash flow

Prognózovanie cash flow je nevyhnutné pre potreby podnikovej praxe najmä z hľadiska:

- Krátkodobého na obdobie dňa, mesiaca, štvrtroka, polroka a roka. Je pritom potrebné mať spoľahlivé podklady z čiastkových a operačných plánov zásobovania, výroby, predaja, investovania a personálneho rozvoja, aby boli zmapované peňažné toky podniku ako nevyhnutný predpoklad každodenného fungovania.
- Dlhodobého má prognózovanie cash flow dopad na investičné rozhodovanie podniku, pretože tu dochádza k veľkým výdajom peňažných prostriedkov. Pre manažment aj investorov má význam poznať peňažné príjmy podniku v dlhodobom horizonte. Určuje predpoklad úhrady požičaných zdrojov investorovi a predpoklad existencie a upevnenia konkurenčnej schopnosti podniku na trhu.

Na sledovanie cash flow za určité časové obdobie sa používa jeho akumulovaná hodnota za sledované obdobie v podobe:

$$CF = CF_1 + CF_2 + \dots + CF_n$$

kde:

CF – celkový cash flow za sledované obdobie (dni, mesiace, roky),

$CF_{1...n}$ – cash flow za obdobia 1 až n. Obdobie môže byť deň, mesiac, rok.

Spôsob výpočtu akumulovaného cash flow však nezohľadňuje časovú hodnotu peňažných prostriedkov. Tento nedostatok je zohľadnený v diskontovanom cash flow vo forme súčasnej hodnoty cash flow (Net Present Value). Tento ukazovateľ, ktorý sa využíva pre potreby dlhodobého plánovania, prognózovania i posudzovania efektívnosti investícií, sa vypočíta podľa vzorca:

$$SHCF = \sum_{i=1}^n CF_i \frac{1}{(1+p)^i}$$

kde:

SHCF – súčasná hodnota cash flow (diskontovaný cash flow),

CF_i – cash flow z i-tého obdobia (rok),

p – úroková miera alebo diskontná sadzba,

i – i-té obdobie z celkového počtu období – rokov (n), za ktoré sa diskontované cash flow sleduje.

Ukazovateľ je používaný na hodnotenie podniku, na ocenenie schopnosti vyprodukovať finančné prostriedky a možnosť odčerpania prostriedkov tak, aby nebol narušený chod podniku. Porovnanie súčasnej hodnoty cash flow a celkového cash flow ponúka obr. 27, v ktorom je pre

CF/ obdobie	Cash flow					Spolu
	1	2	3	4	5	
Rovnomerné	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	10 000
SHCF	1 852	1 715	1 588	1 470	1 361	7 985
Progresívne	667	1 333	2 000	2 667	3 333	10 000
SHCF	617	1 143	1 588	1 960	2 269	7 577
Degresívne	3 333	2 667	2 000	1 333	667	10 000
SHCF	3 086	2 286	1 588	980	454	8 394
SHCF – súčasná hodnota cash flow						

Obr. 27. Peňažné toky v čase

zjednodušenie použitý iba cash flow pre tri spôsoby vytvorenia finančných prostriedkov so zhodnou celkovou záverečnou sumou. Pri meraní súčasnej hodnoty cash flow cez časové obdobie a použitím 8 %-nej diskontnej sadzby dochádza k rozdielnym výsledkom. Cash flow dosahuje najvyššiu hodnotu v prípade, keď najväčší objem prostriedkov prichádza časovo najskôr. Čistá súčasná hodnota peňažných tokov pre rôzne diskontné sadzby nadobúda rozdielne hodnoty.

Cash flow je dôležitou veličinou finančného riadenia podniku. Je podkladom pre prijímanie dôležitých rozhodnutí. Preto sa začali uplatňovať pomerové ukazovatele na báze cash flow. Považujú sa za údaje s lepšou vypovedacou schopnosťou ako ukazovatele založené na hospodárskom výsledku.

Finančné krytie

Finančné krytie predstavuje postup, ale aj stav finančných prostriedkov určený na základe výpočtu cash flow. Slúži na úhradu finančných potrieb k určenému dátumu alebo k stanovenej obdobiu. Plán cash flow, má zabezpečiť schopnosť podniku plniť si svoje záväzky. Zároveň sa vylepšuje imidž podniku a zabraňuje prípadným stratám, ktoré vznikajú v dôsledku platenia penále z neuhradených záväzkov.

Pre potreby zabezpečenia finančného krytia v požadovanom objeme a čase sa používa niekoľko techník. Medzi najvýznamnejšie patria:

- Cash pooling, ktorého využívanie je prínosom predovšetkým pre združenie podnikov holdingového typu. Podstata spočíva v spojení finančných prostriedkov z viacerých účtov jednotlivých účastníkov združenia na jeden centrálny účet. Jednotlivé individuálne (závislé) účty môžu dosahovať tak kladný ako aj záporný zostatok. Vznik záporného zostatku je však podmienený súhlasom banky uskutočňujúcej platby a prijímajúcej úhrady v rámci daného združenia podnikov. Predpokladom fungovania cash poolingu je určenie kreditnej a debetnej úrokovej sadzby voči banke pre centrálny účet, kreditných a debetných úrokových sadzieb individuálnych účtov voči centrálnemu účtu. Tak je možné nielen efektívnejšie využitie voľných finančných prostriedkov, ale zároveň v prípade potreby existujú interné príležitosti na operatívne riešenie nedostatku finančných prostriedkov niektorých členov tohto zväzku prostredníctvom poskytnutia okamžitej krátkodobej pôžičky. Cash pooling možno označiť ako finančný nástroj, ktorý umožňuje združeniu podnikov operatívne riešiť problémy spojené s vyrovnávaním nedostatku finančných prostriedkov a s existenciou dočasných voľných finančných zdrojov v rámci daného združenia podnikov (holdingu). Výsledkom uplatňovania cash poolingu je zníženie úrokových nákladov a zvýšenie úrokových výnosov. Cash pooling zároveň prináša zlepšenie v oblasti operatívneho finančného plánovania.
- Leading a lagging, bezprostredne súvisia s finančným riadením peňažných tokov pri vzájomných úhradách platieb medzi materským podnikom a jeho samostatnými podnikmi v zahraničí. Podstata leadingu spočíva v hľadaní spôsobov urýchľovania platieb v cudzej mene, ak sa očakáva oslabenie domácej meny vo vzťahu k dlžnej cudzej mene. Lagging je súbor postupov zameraných na spomalenie vyrovnávania dlžných hodnôt v cudzej mene, ak sa očakáva posilnenie domácej meny vo vzťahu k danej cudzej mene.
- Zmenkové úvery sú špecifickým druhom bankových úverových operácií. Medzi najpoužívanejšie patria:
 - Eskontný úver je založený na odkúpení (eskonte) cudzej zmenky od jej vlastníka za cenu nižšiu o zrážku (diskont) z nominálnej hodnoty cudzej zmenky. Týmto spôsobom získava vlastník zmenky finančné prostriedky pred jej splatnosťou. V prípade, že by v čase splatnosti pôvodný dlžník neuhradil banke dlžnú sumu musí zmenkovú sumu banke vyplatiť pôvodný vlastník cudzej zmenky.
 - Podstata akceptačného úveru spočíva v akceptácii cudzej zmenky poskytnutej svojmu zákazníkovi. Akceptáciou sa banka zaväzuje zaplatiť za vystavovateľa cudzej zmenky v čase jej splatnosti dlžnú sumu. Bankový akcept umožňuje jej vystavovateľovi predat' zmenku a získať úver.
 - Avalový úver ako ďalšia forma zmenkových úverov predstavuje záruku banky poskytnutú svojmu zákazníkovi. Na základe poskytnutia avalu sa banka zaväzuje uhradiť dlžné sumy zákazníka v prípade, že nebude solventný. V porovnaní s eskontným úverom

banka vystupuje ako sekundárny dlžník, kým poskytnutím akceptu sa stáva primárnym dlžníkom.

- Faktoring a forfaiting sú techniky bezprostredne spojené s finančným riadením podnikových pohľadávok. Faktoring možno označiť ako odkúpenie krátkodobej pohľadávky vyplývajúcej z dodávateľsko-odberateľských vzťahov pred jej splatnosťou realizovaný špecializovanou inštitúciou – faktorom. Faktoring umožňuje dodávateľovi získať rýchlejšie finančné prostriedky a znížiť riziko vyplývajúce z inkasa pohľadávky. Forfaiting predstavuje predaj strednodobých a dlhodobých pohľadávok forfaiterovi pred lehotou splatnosti.
- Finančný leasing je špecifickou formou zabezpečovania podnikových stálych aktív. Umožňuje využívať konkrétne stále aktívum na dosahovanie ekonomických prínosov bez toho, aby boli jednorázovo vynaložené veľké výdavky v porovnaní s obstaraním stálych aktív. Finančný leasing sa vyznačuje tým, že doba využívania aktíva financovaného prostredníctvom finančného leasingu musí dosiahnuť rozhodujúcu časť jeho ekonomickej životnosti. Finančný leasing je nevypovedateľný a nájomca nesie počas doby užívania náklady na servis a údržbu. Po skončení nájomnej zmluvy a splatení celej hodnoty sa objekt finančného prenájmu stáva vlastníctvom nájomcu. V prípade finančného leasingu nájomca hradí vo svojich splátkach nájomného prenajímateľovi hodnotu obstarávacej ceny prenajímaného aktíva, zisk prenajímateľa, daň z pridanej hodnoty ako aj náklady súvisiace s poistením. Na základe tejto skutočnosti by potom zmluvná cena, za ktorú prechádza predmet prenájmu do vlastníctva nájomcu na konci prenájmu, nemala presiahnuť zostatkovú hodnotu prenajímaného aktíva odpisovaného podľa rovnomerného odpisovania v zmysle zákona o dani z príjmov.²⁸

²⁸ Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

Príloha 2

Predikcia finančnej stability podniku

Pri posudzovaní finančnej stability podniku v predpovedateľnej budúcnosti boli použité štyri predikčné modely. Z hľadiska využívaných hodnotiacich metód je možné tieto predikčné modely rozdeliť do dvoch skupín:

1. modely založené na metóde bodového hodnotenia,
2. modely uplatňujúce matematicko-štatistické metódy.

Pri realizácii predikcie finančnej stability podniku sa uplatnil v rámci prvej skupiny model Rýchleho testu. V rámci modelov založených na matematicko-štatistických metódach sa použili Index bonity, *Altmanove* Z-skóre a *Tafflerov* bankrotový model. Východiskom pre hodnotenie analyzovaného podniku je obr. 28²⁹, v ktorej sú štyri uvedené predikčné modely slúžiace na posúdenie odhadu insolventnosti podniku. Každý predikčný model sa skladá zo štyroch čiastkových pomerových ukazovateľov.

Ako príklad praktického využitia predikčných modelov v podmienkach slovenskej ekonomiky pri posudzovaní finančnej situácie konkrétneho podniku môžu poslúžiť údaje na obr. 29³⁰. Údaje v obrázku obsahujú výpoveď o finančnej situácii podniku v dvoch rovinách.

Prvou rovinou sú skutočne dosiahnuté hodnoty jednotlivých pomerových ukazovateľov analyzovaného podniku ako aj priemerné hodnoty týchto ukazovateľov za odvetvie. Druhou rovinou sú dosiahnuté súhrnné hodnoty jednotlivých hodnotiacich modelov založených na štatistických metódach (Index bonity, *Altmanovo* Z-skóre, *Tafflerov* model). Súhrnnú hodnotu modelu Rýchly test je možné získať až na základe uplatnenia bodovacej stupnice.

Na základe kritérií, ktoré opisuje obr. 28, možno jednotlivým predikčným modelom hodnotiacim finančnú stabilitu podniku prideliť konkrétnu bodovú hodnotu. V prípade modelu Rýchly test sa na základe spomínaných kritérií pridelí bodová hodnota jednotlivým čiastkovým pomerovým ukazovateľom. V prípade zvyšných troch predikčných modelov (Index bonity, *Altmanovo* Z-skóre, *Tafflerov* model) sa pridelí bodová hodnota jednotlivým súhrnným hodnotám daných modelov. Výsledky transformácie dosiahnutých finančných výsledkov analyzovaného podniku pre jednotlivé predikčné modely opisuje obr. 30.

Celková finančná stabilita, ktorá predstavuje súčet bodov dosiahnutých podnikom za každý predikčný model sa posudzuje na základe súhrnných kritérií, ktoré opisuje obr. 31.

Z výsledných údajov na obr. 30 možno usudzovať, že podniku nehrozí pravdepodobnosť bankrotu a finančná stabilita je priemerná. Index bonity a *Tafflerov* model potvrdili, že podnik má dobrú bonitu a bude finančne stabilný i v blízkej budúcnosti. Na druhej strane je však potrebné poukázať, že pre podnik má v porovnaní so ziskom rozhodujúci význam cash flow. V tejto oblasti dosahuje podnik priaznivé hodnoty, čo pozitívne vplyva na jeho finančnú stabilitu. Možno teda očakávať aj zvýšenie rentability v budúcnosti. Zároveň je potrebné analyzovať aj podnikové odpisy z pohľadu ich budúceho vplyvu na cash flow.

²⁹ Poláčková, Z.: Životný cyklus podniku, diagnostikácia stavu podniku. Diplomová práca. Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Bratislava, 2004.

³⁰ Tamže.

Ukazovateľ	Hodnotenie stavu	Body
Podiel vlastného kapitálu (v %)		
>30	výborný	5
>20	veľmi dobrý	4
>10	dobry	3
<10	zlý	2
< 0	ohrozený	1
Doba splácania dlhu		
< 3	výborný	5
< 5	veľmi dobrý	4
<12	dobry	3
>12	zlý	2
>30	ohrozený	1
Podiel CF z výnosov (v %)		
>10	výborný	5
> 8	veľmi dobrý	4
> 5	dobry	3
> 0	zlý	2
< 0	ohrozený	1
Rentabilita celkového kapitálu (v %)		
>15	výborný	5
>12	veľmi dobrý	4
> 8	dobry	3
> 0	zlý	2
< 0	ohrozený	1
Celkové hodnotenie rýchleho testu		
	možná neprosperita podniku	4-8
	podpriemerný výsledok	9-11
	priemerný výsledok	12
	nadpriemerný výsledok	13-16
	vykajúci výsledok	17-20
Index bonity		
$i < -2$	extrémne zlá bonita	0
$-2 < i < -1$	veľmi zlá bonita	3
$-1 < i < 0$	zlá bonita	7
$0 < i < 1$	určité problémy	10
$1 < i < 2$	dobrá bonita	13
$2 < i < 3$	veľmi dobrá bonita	17
$i > 3$	vykajúca bonita	20
Z-skóre podnikov s verejne obchodovanými akciami		
>2,99	finančná situácia je dobrá	20
1,81-2,99	sivá zóna nevyhranených výsledkov	12
<1,81	hrozí bankrot	4
Z-skóre ostatných podnikov		
>2,9	finančná situácia je dobrá	20
1,2-2,9	sivá zóna nevyhranených výsledkov	12
<1,2	hrozí bankrot	4
Tafflerov bankrotový model		
>0,3	pravdepodobnosť bankrotu nie je	20
>0,28	veľmi malá pravdep. bankrotu	15
>0,25	nie je vysoká pravdep. bankrotu	10
>0,2	zvýšená pravdepod. bankrotu	5
<0,2	vysoká pravdepodobnosť bankrotu	0

Obr. 28. Hodnotiaci tabuľka pre predikčné modely

Priemerné hodnoty vypočítaných ukazovateľov	Odvetvie	Podnik
Rýchly test		
Podiel vlastného imania	66,96	38,24
Doba splácania dlhu v rokoch	1,56	3,02
Podiel CF z prevádzkových výnosov (%)	12,01	6,75
Rentabilita celkového kapitálu (%)	5,72	7,29
Index bonity	2,48	1,36
Bilančný CF/cudzí kapitál	0,74	0,14
Celkový kapitál/cudzí kapitál	4,29	1,73
Zisk pred zdanením/celkový kapitál	0,06	0,06
Zisk pred zdanením/celkové výnosy	0,03	0,05
Zásoby/celkové aktíva	0,17	0,11
Celkové výnosy/celkový kapitál	2,41	1,27
Altmanovo Z-skóre		
Podniky s obchodovateľnými akciami	4,02	-
Ostatné podniky	3,26	1,97
ČPK/celkový kapitál	0,31	0,2
Zisk pred zdanením/celkový kapitál	0,06	0,06
Zisk pred zdanením + úroky/CK	0,07	0,10
Vlastné imanie/cudzí kapitál	3,09	0,66
Tržby (prevádzkové)/celkové aktíva	1,46	1,19
Tafflerov model	0,77	0,47
Zisk pred zdanením/krátkodobé záväzky	0,37	0,23
Obežné aktíva/cudzí kapitál	2,31	0,84
Krátkodobé záväzky/celkové aktíva	0,21	0,28
Tržby celkom/celkové aktíva	1,46	1,19

CF – cash flow, ČPK – čistý pracovný kapitál, CK – celkový kapitál

Obr. 29. Hodnotenie finančnej situácie vybraného podniku na základe predikčných modelov – porovnanie s priemernými hodnotami odvetvia

Metódy analýzy	Ukazovatele	Podnik	Body	Záver
Rýchly test	Podiel vlastného imania	38,24	5	Výborný
	Doba splácania dlhu v rokoch	3,02	4	Veľmi dobrý
	Podiel CF z prevádzkových výnosov (v %)	6,75	3	Dobry
	ROA (v %)	7,29	2	Zlý
	Celkové hodnotenie		14	Nadpriemerný výsledok
Index bonity		1,36	13	Dobrá bonita
Z-skóre (ostatné podniky)		1,97	12	Sivá zóna
Tafflerov model		0,47	20	Pravdepodobnosť bankrotu nie je
Celkom bodov			59	
Vyhodnotenie finančnej stability				Priemerná

Obr. 30. Hodnotenie finančnej stability na báze predikčných modelov

Hodnotenie finančnej stability	Body
Dobrá	67 – 100
Priemerná	34 – 66
Slabá	0 – 33

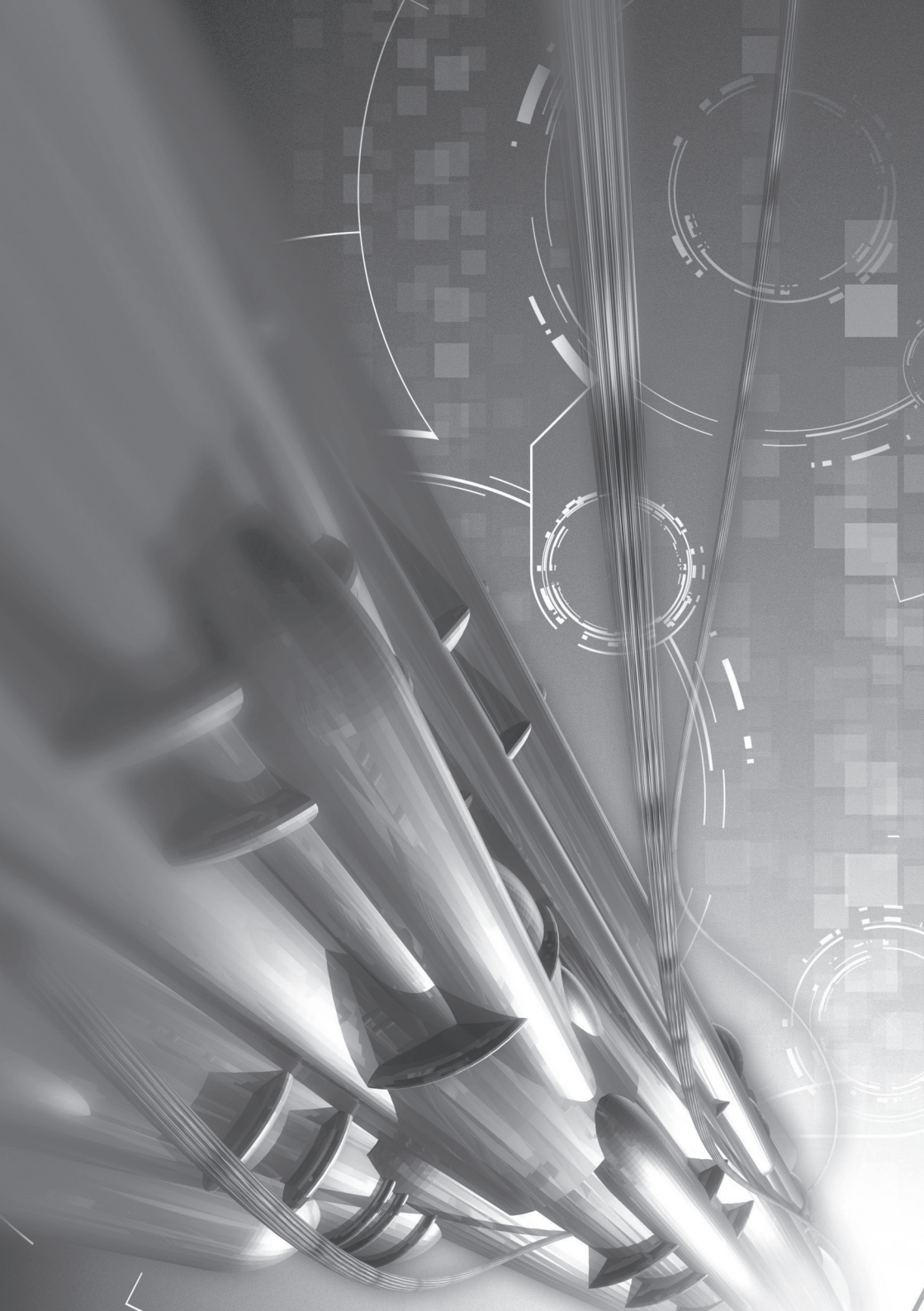
Obr. 31. Súhrnné kritériá hodnotenia finančnej stability

Dôležitú vypovedaciu schopnosť pre manažment podniku má aj hodnotenie finančnej stability konkurencie pôsobiacej v rámci odvetvia. Na základe priemerných hodnôt pomero- vých ukazovateľov, ktoré boli predmetom analýzy z pohľadu hodnoteného podniku, je mož- né konštatovať, že pri uplatnení rovnakého analytického postupu súhrnná hodnota finančnej stability podnikov pôsobiacich v danom odvetví nadobudla až 74 bodov. Táto skutočnosť ukazuje na potrebu inovačných opatrení v podniku.

V súvislosti s pomerovými ukazovateľmi (najmä pri predikčných a bankrotových mode- loch) je nutné uviesť, že jednotlivé ekonomické údaje, ktoré sú predmetom finančnej analýzy, má ekonomický subjekt zaznamenané predovšetkým v účtovných výkazoch. Vzhľadom na pôsobenie časového faktora pri uskutočňovaní ekonomickej činnosti a existencie vzájomných závislostí medzi jednotlivými ekonomickými javmi (ktoré v kvantitatívnej podobe odrážajú údaje zaznamenané v účtovníctve) je nevyhnutné upozorniť na neurčitost' zaznamenaných účtovných údajov. Taká býva skutočnosť aj napriek požiadavke verného a správneho zobraze- nia. Zdrojom spomínanej neurčitosti sú predovšetkým faktory, ktoré sú zapríčinené neustálym vývojom, resp. nestálosťou hodnotených javov (časové hľadisko). Ako príklad pôsobenia čas-ového hľadiska možno uviesť vplyv inflácie, technický a technologický rozvoj, vývoj úroko- vých sadziieb na finančnom trhu. Ďalším faktorom spôsobujúcim neurčitost' v analyzovaných účtovných údajoch je nehomogenita analyzovaných údajov v danom časovom okamihu (napr. značné rozdiely medzi dosiahnutými maximálnymi a minimálnymi hodnotami analy- zovaných údajov v rámci daného súboru údajov). Pravdepodobnostný charakter analyzova- ných ekonomických údajov kladie značné nároky na používané metódy pri finančnej analýze.

Cieľom týchto postupov je maximalizovať hodnotu informácie zo zaznamenaných údajov, resp. minimalizovať neurčitost' výsledkov. V tejto súvislosti sú metódy finančnej analýzy doplnené o postupy, ktoré sú založené na popise distribučnej funkcie a čo najlepšej charakteristike rozdelenia vykazovaných ekonomických údajov. Najtypickejším príkladom uvedených postupov na zmiernenie entropie vo vykazovaných údajoch sú postupy, založené na neurónových sieťach alebo na metóde Monte Carlo.³¹

³¹ Neurónová sieť je výpočtový model, zostavený na základe abstrakcie vlastností biologických nervových systémov. Metóda Monte Carlo je metódou statického modelovania. Predstavuje spôsob riešenia zložitých problémov na základe ich transformácie na javy, ktoré majú pravdepodobnostný charakter a sú riešiteľné štatistickými metódami pri využití výpočtovej techniky. V ekonómii nachádza táto metóda založená na počítačovej simulácii široké uplatnenie najmä pri analýze dopadu rizika na hospodárenie podniku a pri optimalizácii stavu zásob.



- finančné trhy,
- finančné inštitúcie ako sprostredkovatelia,
- finančné nástroje,
- veritelia a dlžníci,
- finančné transakcie.

Charakteristickým znakom zavedenia peňažnej jednotky do ekonomického systému je vznik finančného trhu. Finančný trh existuje v ekonomike založenej na trhových princípoch spolu s trhmi výrobných faktorov alebo trhmi produktov. Významným javom v súčasnosti je globalizácia na finančných trhoch.

Dôležitou súčasťou finančného trhu sú inštitúcie pôsobiace na finančnom trhu. Hlavným cieľom týchto inštitúcií je sprostredkovať tok peňazí od subjektov s prebytkom peňazí k subjektom s potrebou financovania. Týmto spôsobom sa znižujú náklady dlžníka na vyhľadanie subjektov s prebytkom peňazí. Zároveň finanční sprostredkovatelia umožňujú znižovať riziká tak pre subjekt s prebytkom finančných zdrojov ako aj s potrebou financovania. Úlohu finančného sprostredkovateľa v tomto procese hrajú hlavne banky, investičné fondy, investičné podniky, poisťovne, obchodníci s cennými papiermi. Špecifickým subjektom pri organizovaní obchodov s cennými papiermi je burza cenných papierov.

Finančné nástroje využívané na finančnom trhu sú výsledkom historického vývoja. Medzi základné druhy finančných nástrojov, ktoré zabezpečujú transfer voľných finančných prostriedkov z prebytkového sektora ekonomiky do deficitného, patria cenné papiere, úvery, depozitá, faktoring, forfaiting, leasing, poisťná ochrana. V súvislosti s potrebou zmiernenia rizika sa na finančných trhoch využívajú nástroje známe pod názvom finančné deriváty. Globalizácia a technologický rozvoj v súčasnosti spôsobujú dynamický rozvoj jednotlivých finančných nástrojov uplatňovaných na finančných trhoch. Tento jav má pomenovanie aj ako finančné inovácie.

Veritelia a dlžníci sú subjekty, ktoré na finančných trhoch vstupujú do vzájomných vzťahov s úlohou uspokojiť svoje potreby. Cieľom veriteľa je nájsť protistranu pre zhodnotenie voľných finančných zdrojov. Cieľom dlžníka je získať chýbajúce finančné prostriedky na realizáciu svojich rozvojových zámerov. Tento rozvojový zámer je zároveň zárukou, že dlžník bude v budúcnosti schopný splniť svoje záväzky vyplývajúce z pôžičky finančných zdrojov na finančnom trhu.

Výsledkom vzájomného pôsobenia jednotlivých subjektov operujúcich na finančnom trhu sú finančné transakcie. Charakter týchto finančných transakcií je závislý hlavne od mechanizmu alokácie voľných peňažných prostriedkov medzi jednotlivými prebytkovými a deficitnými jednotkami.

V zásade možno hovoriť o finančných transakciách alokácie voľných zdrojov na základe sprostredkovateľského finančného trhu alebo prostredníctvom trhu cenných papierov. V prípade dominancie sprostredkovateľského finančného trhu v ekonomike je potrebné pri riadení podnikových finančných zdrojov vychádzať zo skutočnosti, že rozhodujúci význam v otázkach financovania má pre podnik spolupráca s bankami. Hlavné druhy obchodov na sprostredkovateľskom finančnom trhu sú depozitné a úverové obchody, pričom banky tieto obchody uskutočňujú na vlastný účet a nesú za ne aj riziko. Tento mechanizmus alokácie voľných finančných prostriedkov tvorí podstatu tzv. komerčného bankovníctva.

V prípade alokácie voľných finančných prostriedkov prostredníctvom trhu cenných pa-

³² Chovancová, B. – Jankovská, A. – Kotlebová, J. – Šturc, B.: Finančný trh. Nástroje, transakcie, inštitúcie. 2. prepracované vydanie. Bratislava, Eurounion 2002, s. 14 – 15.

pierov sa jednotlivé transakcie realizujú na burzovom a mimoburzovom trhu. Podstata tohto procesu spočíva v tom, že jednotlivé deficitné jednotky emitujú (vydávajú) cenné papiere, aby získali finančné prostriedky. Prebytkové ekonomické subjekty potom nakupujú (uskutočňujú finančnú investíciu) emitované cenné papiere subjektov, o ktorých predpokladajú, že im prinesú dostatočné zhodnotenie ich voľných zdrojov. Riziko za spomínanú finančnú investíciu nesie vlastník cenného papiera. Aj v tomto procese však pôsobia rôzni finanční sprostredkovatelia predovšetkým vo forme brokerských, dilerkých, emisných a iných podnikov. Finančné transakcie uskutočňované na trhu cenných papierov sú predmetom záujmu investičného bankovníctva.

Z pohľadu finančného riadenia je mimoriadne dôležité rozdelenie trhu cenných papierov na primárne a sekundárne trhy. Primárny trh sa zaoberá emisiou (uvedením na trh) nových cenných papierov a ich ďalším splácaním. Na primárnom trhu podnik hľadá a získava voľné finančné zdroje (investora) na realizáciu svojich rozvojových podnikateľských zámerov. Na sekundárnom finančnom trhu sa uskutočňujú obchody s už emitovanými cennými papiermi. Prostredníctvom sekundárneho trhu s cennými papiermi sa mení štruktúra investorov. Sekundárny trh s cennými papiermi umožňuje realizovať pôvodným investorom výnos z cenných papierov už pred ich splatnosťou, čím sa posilňuje likvidita investorov a znižuje trhové riziko.

Podstata fungovania finančného trhu

Časový nesúlad medzi potrebou finančných zdrojov na vstupe a finančnými tokmi plynúcimi do podniku z realizácie jeho výstupov je jednou z hlavných príčin existencie finančného trhu. Na finančnom trhu sa stretáva ponuka a dopyt po voľných finančných prostriedkoch, čím vzniká možnosť pokryť rozvojové (investičné) potreby úsporami. Jednotlivé subjekty, ktoré majú prebytok voľných zdrojov sú v týchto podmienkach ochotné poskytnúť svoje finančné prostriedky ekonomickému subjektom s potrebou financovania. Prebytkové subjekty však za túto alokáciu svojich voľných finančných zdrojov požadujú odmenu za podstúpenie rizika a náhradu investičných stratených príležitostí. Systém finančných trhov je kľúčový prvok z pohľadu efektívneho fungovania celého finančného systému v ekonomike. Pre optimálne fungovanie systému finančných trhov v ekonomike sú rozhodujúce nasledujúce faktory:

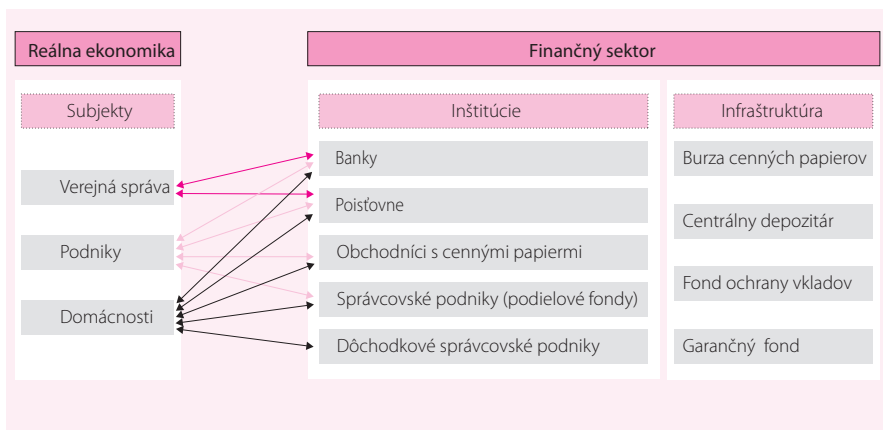
- systém finančných nástrojov,
- systém finančných inštitúcií,
- mechanizmus, ktorým sa zabezpečuje prechod voľných finančných zdrojov od prebytkových subjektov k subjektom s potrebou financovania (deficitné subjekty).

Praktický príklad alokačného mechanizmu v podmienkach Slovenskej republiky zachytáva obr. 32.³³

Problematika spojená s mechanizmom prevodu voľných finančných zdrojov od prebytkových subjektov k deficitným významne vplyva na procesy financovania a investovania v podnikateľských subjektov. Osobitne sa tento vplyv prejavuje pri uskutočňovaní finančných rozhodnutí v podniku.

Existujú dve základné cesty, ktorými sa uskutočňuje pohyb finančných prostriedkov me-

³³ Systém finančných nástrojov a systém finančných inštitúcií sú osobitnými zložkami finančného systému, ktoré sú bližšie analyzované v samostatných častiach tejto kapitoly. Z uvedeného dôvodu je rámcom charakteristiky finančného trhu venovaná pozornosť predovšetkým otázkam mechanizmu alokácie voľných finančných zdrojov v ekonomike. Správa o činnosti dohľadu nad finančným trhom NBS za rok 2006. Dostupné na <http://www.nbs.sk>.



Obr. 32. Subjekty pôsobiace na finančnom trhu

Infraštruktúru finančného trhu tvoria Burza cenných papierov a Centrálny depozitár cenných papierov, ktoré vykonávajú úlohu finančného sprostredkovateľa medzi finančnými inštitúciami, t. j. bankami, poisťovňami, obchodníkmi s cennými papiermi, správcovskými podnikmi a dôchodkovými správcovskými podnikmi a inštitúciami. V rámci infraštruktúry finančného trhu sú osobitnými typmi inštitúcií Fond ochrany vkladov a Garančný fond investícií. Ich cieľom je ochrana vkladov klientov v bankách, resp. ochrana majetku klienta, prijatého obchodníkmi s cennými papiermi a správcovskými podnikmi. Výhodou pre banky, resp. obchodníkov s cennými papiermi je vytváranie väčšej dôvery ich klientov.

dzi prebytkovými a deficitnými subjektmi:

- Trh cenných papierov (priame financovanie), na ktorom sa alokácia voľných finančných prostriedkov uskutočňuje na základe krátkodobých alebo dlhodobých cenných papierov, ktoré emitujú deficitné subjekty. Prebytkové subjekty potom investujú svoje voľné zdroje do cenných papierov. Tieto cenné papiere sú označované ako primárne finančné inštrumenty. Veľmi dôležitou podmienkou obchodov uskutočňovaných na trhu s cennými papiermi je, aby boli vytvorené podmienky pre dosahovanie alokačnej a operatívnej efektívnosti. Podstata alokačnej efektívnosti je v tom, že voľné finančné prostriedky sú umiestnené do aktív s najvyšším výnosom po zohľadnení rizika. V skutočnosti to znamená, že ďalší nárast výnosov z investície je možný len v prípade poklesu hodnoty iného investičného aktíva. V konečnom dôsledku to zároveň predpokladá aj dokonalú reflexiu cien na všetky dostupné informácie z finančného trhu. Operatívna efektívnosť znamená také uskutočňovanie presunov voľných finančných prostriedkov k deficitným subjektom, ktoré vedie k úsporám nákladov. Požiadavky na dosahovanie efektívnosti obchodov sú na trhu s cennými papiermi zvyšované priamou alebo nepriamou účasťou investičných sprostredkovateľov, ktorí poskytujú svoje služby vo forme emisných, brokerských, dilerkých alebo depotných obchodov. V súvislosti s problematikou investičných sprostredkovateľov je potrebné venovať pozornosť dvom skupinám investičných sprostredkovateľov pôsobiacich na sekundárnych trhoch s cennými papiermi:³⁴ Prvú skupinu tvoria dileri a druhú brokeri. Základný rozdiel medzi týmito dvomi skupinami

³⁴ Pri predaji na primárnom trhu získava peniaze emitent (podnik, štát, banka) pričom sa jedná o prvý predaj cenného papiera prvému nadobúdateľovi. Na sekundárnych trhoch sa predávajú už vydané cenné papiere. Hlavná funkcia sekundárneho trhu spočíva v zabezpečení ich likvidity a stanovení tržových cien.

je v tom, že diler obchoduje na vlastný účet a vlastným menom, zatiaľ čo broker neobchoduje s cennými papiermi na vlastný účet, ale na príkaz (v mene) zákazníka. Za túto svoju činnosť broker získava províziu (brokerage). Broker tak nie je vystavený trhovému riziku, ale len riziku straty zákazníkov, ktorí sú zdrojom jeho príjmov.

- Sprostredkovateľský finančný trh (nepriame financovanie). Na sekundárnom sprostredkovateľskom trhu pôsobia finanční sprostredkovatelia – predovšetkým inštitucionálni sprostredkovatelia (banky a nebankové finančné inštitúcie). Jednotliví finanční sprostredkovatelia sú tvorení nasledujúcimi skupinami subjektov:³⁵
 - depozitné inštitúcie (komerčné banky, sporiteľne, úverové družstvá, fondy peňažného trhu),
 - ostatní finanční sprostredkovatelia (finančné inštitúcie, vládne úverové agentúry),
 - zmluvné inštitúcie (poisťovne, penzijné fondy),
 - investičné inštitúcie (investičné podniky a inštitúcie, investičné trusty s nehnuteľnosťami a pod.).

Na sprostredkovateľskom finančnom trhu sa uskutočňujú v porovnaní s trhom cenných papierov tieto transakcie:

- emisia vlastných podnikových cenných papierov sprostredkovateľov – sekundárne finančné inštrumenty, ktoré nakupujú subjekty s voľnými finančnými zdrojmi,
- sprostredkovatelia nakupujú primárne finančné inštrumenty emitované subjektmi s potrebou financovania.

Charakteristickou vlastnosťou pre systém sprostredkovateľského finančného trhu je, že subjekt s voľnými finančnými zdrojmi využíva služby finančných sprostredkovateľov, ktorí zhromažďujú voľné zdroje a následne ich alokujú na svoj vlastný účet a riziko a to hlavne vo forme depozitných a úverových obchodov.

Uvedené členenie finančných trhov na trhy s cennými papiermi a sprostredkovateľské finančné trhy má svoj význam aj z hľadiska medzinárodného porovnania jednotlivých finančných systémov. Je možné povedať, že v slovenskom finančnom systéme, ktorý je súčasťou európskeho finančného systému, dominuje sprostredkovateľský model, pričom dôležitú úlohu v tomto systéme zohrávajú bankovní sprostredkovatelia. V Európe, s výnimkou Veľkej Británie, dominoval tento model až do osemdesiatych rokov 20. storočia. V USA a vo Veľkej Británii hrá rozhodujúcu úlohu model finančných trhov založený na trhoch s cennými papiermi.

Modely finančného sprostredkovania

Rozdelenie finančného trhu na trh cenných papierov a sprostredkovateľský finančný trh umožňuje pri charakteristike finančného systému hovoriť o dvoch základných modeloch finančného sprostredkovania:

1. Model založený na bankách (tzv. bankorientated alebo bank-based). V tomto prípade prechádza rozhodujúca časť finančných operácií cez úverové inštitúcie. Tie zbierajú informácie o zákazníkoch, používajú sofistikovanejšie metódy riadenia rizika a majú príležitosť na úspory z rozsahu. Tento model je typický pre kontinentálnu Európu.

³⁵ Chovancová, B. – Jankovská, A. – Kotlebová, J. – Štunc, B.: Finančný trh. Nástroje, transakcie, inštitúcie. 2. prepracované vydanie. Bratislava, Eurounion 2002, s. 16.

2. Model, založený na trhu cenných papierov (tzv. market-oriented alebo market-based). Vychádza z priameho finančného sprostredkovania, ktoré výrazne konkuruje úverovým inštitúciám. Kľúčovú úlohu v tomto modeli hrá kapitálový trh, ktorý poskytuje včasnú a transparentnú informáciu o všetkých jeho aktéroch a vďaka priamemu stretu ponuky a dopytu je spravidla efektívnejší ako model založený iba na bankách.

Porovnanie podielu bankových úverov a trhovej kapitalizácie akcií na HDP môže poskytnúť obraz o type prevládajúceho modelu. Model finančného sprostredkovania v Slovenskej republike je príbuzný modelom v Nemecku alebo Írsku, kde dominujú banky, na rozdiel od Kanady, USA, Fínska alebo Švajčiarska, kde sa tieto podiely takmer rovnajú. Základnú charakteristiku modelu finančného sprostredkovania v Slovenskej republike za obdobie rokov 2002 – 2004 podáva obr. 33.³⁶

Z údajov v obrázku vyplýva značná prevaha a dominantné postavenie bánk na finančnom trhu v SR. V období hodnotených rokov zároveň dochádza k významnému rastu podnikových voľných zdrojov. Podnikové finančné rozhodnutia o ich alokácii sú však v podmienkach finančného systému, ktorý je popísaný na obr. 33, primárne determino-

(v mld. SKK)	2002	2003	2004
Vklady celkom	653,0	699,2	748,9
Verejná správa	137,1	140,6	149,2
Podnikateľský sektor	164,3	205,4	245,1
Obyvateľstvo	323,4	323,2	318,9
Ostatné	28,2	30,0	35,7
Úvery celkom	291,5	320,4	348,6
Verejná správa	19,7	16,4	30,3
Podnikateľský sektor	202,4	208,2	188,5
Obyvateľstvo	61,3	85,1	117,1
Ostatné	8,1	10,7	12,7
Trhová kapitalizácia BCPB	395,9	441,8	502,5
Akcie	105,0	109,9	140,2
Dlhopisy	290,9	331,9	362,3
Hodnota nového kapitálu prijatého na trhy BCPB	67,0	110,8	113,6
Emisie akcií	5,5	5,6	3,9
Emisie dlhopisov	61,5	105,2	109,7
Čistá hodnota majetku vo fondoch kolekt. investovania	16,1	35,7	63,5

Obr. 33. Charakteristika finančného sprostredkovania v SR počas rokov 2002 – 2004

vané vplyvom bankových finančných inštitúcií. Možno tiež konštatovať snahu finančného manažmentu v podnikovom sektore získavať finančné zdroje aj prostredníctvom emisií dlhopisov. Ďalšou nezanedbateľnou skutočnosťou je pretrvávajúca nízka trhová kapitalizácia akciového trhu na Slovensku, ktorá bola niekoľko rokov tvorená umelo vďaka stovkám nelikvidných emisií registrovaných na burze. Slovenský finančný sektor v roku

³⁶ Národná banka Slovenska, Burza cenných papierov v Bratislave, Asociácia správcovsých spoločností.

2005 tvorili banky, poisťovne, správcovské podniky (kolektívne investovanie), dôchodkové správcovské podniky a obchodníci s cennými papiermi.³⁷

Základnými kritériami pre hodnotenie finančného systému je jeho stabilita a efektívnosť. Nie je však možné všeobecne povedať, ktorý z uvedených modelov je efektívnejší a ktorý je stabilnejší. Aj keď priamemu sprostredkovaniu v market-based modeli sa často prisudzuje vyššia efektívnosť, napríklad pri informačnej asymetrii je nižšia ako v bank-based modeli s medzinárodne aktívnymi bankami. Na druhej strane stabilita, často prisudzovaná bankovému modelu vďaka regulácii, môže byť vyššia na dobre rozvinutom, transparentnom a dostatočne veľkom finančnom trhu.

Systém finančných nástrojov

Transformácia voľných finančných zdrojov na investície sa uskutočňuje prostredníctvom systému finančných nástrojov. Štruktúra systému finančných nástrojov v značnej miere závisí od ciest pohybu finančných zdrojov medzi prebytkovými a deficitnými subjektmi. Získavanie zdrojov financovania ako aj investovanie voľných finančných prostriedkov sa v súčasnom období uskutočňuje prostredníctvom finančných nástrojov, ktorých rozhodujúcou formou sú cenné papiere. Tento proces je nazývaný aj ako sekuritizácia finančných nástrojov.

V skutočnosti existujú dve základné skupiny investícií do ktorých môže investor umiestniť voľné finančné prostriedky:

- reálne investície, ktoré sú spojené s alokáciou voľných finančných prostriedkov do konkrétneho hmotného predmetu – hmotných aktív (nehnutelnosť, drahé kovy, umelecké diela, pôda, stroje). Investície tohto druhu majú často špekulačný charakter alebo sú typické pre obdobie tzv. úteku od peňazí, ktoré sa vyznačuje veľkou infláciou,
- finančné investície, ktoré predstavujú predovšetkým alokáciu voľných finančných zdrojov do cenných papierov alebo len zápisy, ktoré dávajú rôzne oprávnenia ich vlastníčkovi (investorovi), napr. právo podieľať sa na rozhodovaní o dôležitých otázkach na valnom zhromaždení.

V rámci uvedených foriem investovania sa využívajú rozmanité nástroje financovania. Prostredníctvom finančných nástrojov sa zabezpečuje transfer voľných finančných prostriedkov z prebytkového sektora ekonomiky do deficitného sektora (sektora s potrebou financovania).

Medzi najvýznamnejšie súčasti systému finančných nástrojov patria úvery, vklady, finančný leasing, faktoring, forfaiting, valuty, devízy, poisťná ochrana a cenné papiere. Špecifické postavenie v tomto systéme majú cenné papiere. Ich význam spočíva predovšetkým v tom, že umožňujú jednotlivým ekonomickým subjektom získať finančné zdroje na financovanie svojich potrieb (prevádzkových aj investičných), investovať voľné finančné prostriedky a realizovať zisk na finančnom trhu a zabezpečiť sa proti riziku nepriaznivej zmeny ceny na finančnom trhu. Sú zaistovacím – hedgingovým nástrojom.³⁸

³⁷ V roku 2005 inštitúcie finančného trhu spravovali majetok v objeme 1697,3 mld. SKK. Medziročne finančný sektor narástol o takmer 23 %. Banky k decembru 2005 držali aktíva vo výške 1 404 mld. SKK, čo tvorilo 83 % z aktív a spravovaného majetku finančného sektora. Významné postavenie bankového sektora je dané historickým vývojom, keď banky vystupovali ako hlavný finančný sprostredkovateľ. Tento model založený na dominantnom postavení bankového sektora je typický pre väčšinu európskych ekonomík. Bankový sektor zároveň zaznamenal najvyšší objemový medziročný prírastok aktív.

³⁸ Hedging je podrobnejšie uvedený v kapitole Nástroje zmiernovania vplyvov rizika na finančnú situáciu podniku.

Cenné papiere – nástroje finančného trhu

Cenné papiere sú vo svojej podstate dokladom vydaným ako protihodnota za získané finančné prostriedky od subjektov, ktoré sa rozhodli ich takýmto spôsobom a za určených podmienok zhodnotiť. Sú významným zdrojom získavania investičného kapitálu. Cenné papiere možno členiť na základe rôznych aspektov a kritérií, ako sú dĺžka viazania prostriedkov, likvidita, krytie, výška rizika, spôsob zasahovania do procesov podnikania či zdanenie výnosov cenných papierov a ďalšie.

Cenné papiere sú nástrojmi finančného trhu. Finančný trh je podmnožinou finančného systému, ktorý ak nedostatočne funguje, prenáša svoje problémy na finančný trh. Funkčnosť finančného trhu je následne obmedzená. Výrazným príkladom tohto stavu sú transformujúce sa ekonomiky, kde sa nedostatočná funkčnosť finančného systému najvýraznejšie prejavuje vo fungovaní a rozvoji kapitálového trhu s akciami a dlhopismi. Je veľmi dôležité, aby základné funkcie finančného trhu prebiehali komplexne, pretože potlačením jednej sa porušuje schopnosť využívať voľné finančné prostriedky tam, kde existuje predpoklad ich najlepšieho zhodnotenia. Pre finančný manažment podniku je dôležité, aby jednotlivé funkcie finančného trhu fungovali pre zabezpečenie investovania do podnikateľských projektov.

Do obchodovania s cennými papiermi aktívne vstupujú banky podľa zákonných predpisov tej ktorej krajiny na dodržanie zásad bezpečného investovania. Vytvárajú na túto činnosť špecializované subjekty alebo oddelenia investičného bankovníctva. V praxi býva väčšinou investičné bankovníctvo oddelené od činnosti komerčnej banky, avšak v podmienkach SR sa zatiaľ tieto dve činnosti prelínajú. Banky dokážu poskytovať svojim významným zákazníkom komplexné služby za výhodných podmienok. Komerčné banky a finančné inštitúcie uskutočňujú obchodovanie s cennými papiermi na vlastný účet za účelom tvorby zisku predovšetkým pri obchodoch zameraných na rozdiel cien medzi nákupnými a predajnými cenami, ale aj zameraných na výnosy vznikajúce z držby cenných papierov. Základná terminológia cenných papierov vymedzená právnym rámcem obsahuje nasledujúce termíny:³⁹

- menovitá hodnota je peňažná suma uvedená na cennom papieri,
- kurz cenného papiera je cena cenného papiera určená a zverejnená organizátorom verejného trhu podľa burzových pravidiel,
- emisný kurz cenného papiera je peňažná suma, za ktorú emitent vydáva cenný papier,
- aktuálna hodnota cenných papierov je cena zistená v deň, ku ktorému sa vykonáva ocenenie podľa kurzu uverejneného tuzemskou burzou cenných papierov v deň ocenenia. Ak sú cenné papiere predmetom obchodovania len na zahraničnom verejnom trhu, postupuje sa podľa kurzu zverejneného na verejnom trhu v štáte, v ktorom má emitent svoje sídlo,
- aktuálnou hodnotou akcií, ktoré nie sú predmetom verejného obchodovania, je ich nadobúdacia cena,
- aktuálna hodnota dlhopisov, ktoré nie sú predmetom verejného obchodovania, je daná ich menovitou hodnotou s príhľadnutím na očakávané výnosy, ak sa dajú oceniť ku dňu ocenenia,
- aktuálna hodnota podielových listov je daná výškou emisného kurzu ku dňu ocenenia,
- aktuálna hodnota práv a záväzkov z termínových a opčných obchodov uzatváraných na

³⁹ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách v znení neskorších predpisov.

verejnem trhu sa určí podľa kurzu príslušného tuzemského alebo zahraničného verejného trhu s opčnými a termínovými obchodmi,

- prospekt je dôležitý dokument informujúci o editovaní cenných papierov. Musí obsahovať úplné a pravdivé údaje potvrdené zodpovednou osobou.

Vydanie cenných papierov je upravované legislatívnymi postupmi⁴⁰. Podnik potrebuje povolenie na vydanie cenných papierov ako verejne obchodovateľných cenných papierov od Úradu na dozor nad finančným trhom. Povolenie udeľuje úrad na žiadosť emitenta cenných papierov na neurčitý čas. Súčasťou žiadosti musí byť prospekt cenného papiera, ktorý obsahuje:

- základné údaje o emitentovi,
- údaje o finančnej situácii emitenta podľa Medzinárodných účtovných štandardov (IAS),
- údaje o predmete podnikania emitenta,
- údaje o cennom papieri.

V praxi existujú viaceré rôzne spôsoby, ktorými môže dôjsť ku vzájomnej výmene medzi emitentom cenných papierov a záujemcom o ich kúpu. Ponuku cenných papierov na emisiu možno realizovať takto:

- predaj za fixnú cenu – emitent (sprostredkovateľ) oznamuje spôsob predaja určitého počtu akcií. Za predpokladu, že dopyt po akciách je mierne vyšší ako počet emitovaných akcií, ponuka prebehla úspešne. Pre tento prípad sú vopred stanovené pravidlá proporcionálneho rozdelenia akcií medzi všetkých záujemcov. Ak bol dopyt (cena, množstvo) odhadnutý nesprávne a požiadavka je niekoľkonásobne vyššia, emitent či sprostredkovateľ dosiahol stratový výsledok. Pri úspešnej emisii je trhová cena akcií po uvedení na trh vyššia ako emisný kurz a sprostredkovateľ získal na rozdielnych cenách. Ak je dopyt po emisii nižší ako ponuka, cena akcií alebo ich množstvo boli určené vysoko. Ak je zmluvne dohodnutý sprostredkovateľ a ručiteľ za emisiu tak pri nevhodnom objeme emisie alebo prívysokej cene preberá na seba záruky za emisiu,
- predaj prostredníctvom tendra – je stanovená verejná súťaž, pri ktorej emitent (sprostredkovateľ) stanovuje vyvolávaciu cenu a investori sami ponúkajú cenu, za ktorú chcú akcie kúpiť. Postupuje sa od najnižšej vyvolávacej ceny, pričom úspešný bude kupujúci, ktorý ponúkne najvyššiu cenu,
- predaj aukciou – ide o verejnú aukciu vo forme dražby, kde kupujúcim je subjekt ponúkajúci najvyššiu cenu. V prípade, ak vyvolávaciu cenu nebola akceptovaná žiadnym subjektom, prechádza sa na holandskú dražbu, kde cena sa pravidelne znižuje až do vyrovnania ceny ponuky s cenou dopytu.

Emisia cenných papierov je zložitý proces, ktorý si vyžaduje veľmi komplikovanú a rozvetvenú agendu. V tejto súvislosti je nevyhnutné nasadenie stálych pracovníkov na vybavenie a následné sledovanie všetkých náležitostí podľa zákonných predpisov. Pre podniky je to však významný spôsob získania finančných zdrojov.

Obchodovanie s cennými papiermi

Prístup na burzu je povolený len obchodníkom s cennými papiermi. Burzový makléř uskutočňuje obchody na základe požiadaviek a na účet svojich zákazníkov. Obchodník s cennými papiermi obchoduje na burze nielen na vlastný účet, ale aj na účet investorov. Zákazník uzavrie zmluvu s obchodníkom o podmienkach obchodu a zloží zálohu vo výške

⁴⁰ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách v znení neskorších predpisov.

predpokladaných obchodov na zvláštny účet clearingového domu. Podľa rozsahu služieb maklérskej inštitúcie môže okrem jednoduchých pokynov dostávať aj rady a asistenciu pri uzatváraní obchodov s cennými papiermi. Príkazy k uskutočneniu požiadavky na kúpu či predaj cenných papierov prebiehajú prostredníctvom dohodnutého telekomunikačného nosiča. Pomocou nových technológií sa vypúšťajú v niektorých prípadoch obchodníci a investor udáva príkazy sám pomocou elektronických obchodovateľných systémov na burzu alebo ak je to elektronická burza, tak priamo do systému.

Podľa druhu burzy (či ide o parketovú alebo elektronickú) zákazník prikazuje rôznou formou (ústne, telefonicky, elektronicky, faxom) obchodníkovi nakúpiť alebo predať určitý počet cenných papierov za čo možno najvýhodnejšiu cenu, čo znamená pri nákupe najnižšiu možnú cenu alebo pri predaji za najvyššiu dosiahnuteľnú cenu. Obchodník sa zaväzuje v rámci svojho etického kódexu zabezpečiť najvýhodnejšie podmienky pre svojho zákazníka a postupovať s maximálnym úsilím a odbornou starostlivosťou. Každá burza ma svoj terminologický slovník, ktorý slúži na jasné vykonanie stanovených pokynov a realizáciu príkazov k manipulácii s cennými papiermi na burze.

Obchody na burze, ale aj pri OTC⁴¹ trhoch sa delia podľa času na dve základné skupiny:

- promptné alebo okamžité, ktoré sa vyrovnávajú zároveň s uzavretím dohody o predaji a kúpe cenných papierov. Predávajúci je povinný cenné papiere okamžite dodať a kupujúci zaplatiť kúpnu cenu. To znamená, že obchod sa vyrovnáva v deň uzavretia, ale pri clearingových domoch dochádza k vyrovnaniu do troch dní,
- termínové alebo futurity sa realizujú v budúcnosti a v dohodnutom čase, pričom dohoda prebehla v súčasnosti s tým, že vyrovnanie prebehne v stanovenej lehote v budúcnosti. Vznikajú otvorené (neukončené) pozície, ktoré budú vyrovnané clearingovým domom v dohodnutom termíne.

Podľa času vybavenia a vyrovnania obchodu sa menia aj stratégie a formy špekulácií pri realizovaní týchto druhov obchodov.

Typy burzových obchodov a špekulácií

Subjekty obchodujúce s cennými papiermi sa odlišujú motívmi, ktoré ich vedú k tejto činnosti. V závislosti od prístupu subjektov k obchodovaniu s cennými papiermi možno burzové obchody členiť do dvoch základných skupín:

- Hedgingové prístupy slúžiace ako súčasť podnikateľských aktivít podniku na znižovanie, eliminovanie, rozkladanie a odkladanie podnikových finančných rizík na dlhšie časové obdobie a na iné subjekty. Slúžia pritom na ochranu a vyrovnanosť peňažných tokov podniku a zároveň aj získanie ďalších príjmov v budúcnosti popri základnej podnikateľskej činnosti vhodným poistením svojich aktív a pasív. Hedgingové prístupy⁴² sú závislé od oblasti podnikania a odvetvia v ktorom podnik pôsobí. Príjmané opatrenia závisia od dvoch rovín, ktoré sú sledované. Ide o opatrenia proti nárastu ceny alebo opatrenia proti poklesu ceny produktu, s ktorým sa podniká alebo zasahuje do činnosti podniku. Tieto opatrenia možno rozdeliť:
 - zabezpečenie sa proti zmenám cien komodít v podobe zaistenia sa pred rastom ich cien, keď sa s danou komoditou podniká ako s produktami či materiálom pre výrobnú činnosť

⁴¹ Over The Counter je spôsob obchodovania len na základe párovania ponuky a dopytu pomocou elektronických systémov.

⁴² Hedgingové prístupy sú podrobnejšie uvedené v kapitole Nástroje zmiernovania vplyvov rizika na finančnú situáciu podniku.

(short hedge). Na opačnom póle je zabezpečenie proti poklesu ceny, keď je daný produkt predávaný (long hedge),

- zabezpečenie sa proti zmenám úrokových mier, keď sa požičané prostriedky stanú drahšími v dôsledku zvýšenia ich úrokovej miery alebo investované prostriedky stratia hodnotu v dôsledku poklesu ich úrokovej miery (swapy a deriváty),
- zabezpečenie sa proti zmenám menových kurzov, kde pri obchodovaní so zahraničím pokles kurzu voči použitej zahraničnej mene zníži výnosy za predané produkty a pri náraste kurzu zdraží nákup produktov (deriváty, forwardy, futurity),
- zabezpečenie sa pred zmenami v kurzoch cenných papierov pre portfóliových manažérov, keď sa podnik chráni proti poklesu kurzu cenného papiera (alebo nárastom kurzu),
- zabezpečenie sa proti zmenám na trhu s cennými papiermi správcom portfólií a portfóliových manažérov pri poklese hodnoty trhu a poklese hodnoty portfólia (burzové indexy a futurity na indexy).
- Špekulatívne prístupy, ktoré sú realizované so zámerom dosiahnuť vhodným investovaním maximálny zisk a zároveň znížiť riziko neúspechu alebo straty. Princípom je hľadanie kompromisu medzi úrovňou rizika a výškou zisku. Cieľom je dosiahnuť príjmy z investovania voľných finančných prostriedkov a akceptovať adekvátnu mieru rizika. Stratégie možno rozdeliť na:
 - individuálne stratégie zamerané na obchodovanie s cennými papiermi bez zohľadňovania ich vzájomných súvislostí a možností ich prepojenia a ovplyvňovania,
 - kombinované stratégie obchodovania používajúce rôzne doplnkové nástroje na zvyšovanie zisku a eliminovanie rizika v podobe spreadov, swapov, diverzifikovaných portfólií a kombináciou rôznych finančných nástrojov a rôznych trhov po celom svete.

Z pohľadu cieľov výrobného podniku sú špekulatívne operácie na finančnom trhu predovšetkým zdrojom finančného rizika. Rozhodujúci význam v oblasti finančného riadenia podniku má uplatňovanie finančných nástrojov zameraných na zmiernenie finančného rizika.

Podstata cenných papierov

Pokračujúci proces sekuritizácie finančných nástrojov a rôzne formy cenných papierov spôsobujú, že definovanie podstaty cenných papierov je zložitou problematikou. V súčasných podmienkach sa kombinujú tradičné formy cenných papierov s novými formami, čo má za následok vznik cenných papierov s novými vlastnosťami tzv. syntetických cenných papierov.

Základnými atribútmi analýzy podstaty akéhokoľvek cenného papiera sú právna a ekonomická stránka cenných papierov. Na základe tejto skutočnosti je možné cenný papier definovať ako formu vyjadrenia práva vlastníka daného cenného papiera na uplatnenie svojich nárokov voči tomu, kto vystavil (emitoval) cenný papier a zaviazal sa tak splniť svoje záväzky voči vlastníkovi cenného papiera. Vlastníctvo cenného papiera je tak zároveň nevyhnutným predpokladom na uplatnenie majetkových alebo peňažných nárokov, ktoré sa emitent zaviazal splniť. V súvislosti s potrebou analýzy možností využitia cenných papierov v ekonomike je potrebné uskutočniť klasifikáciu tohto finančného nástroja. Cenné papiere možno členiť do rovnorodých skupín podľa viacerých hľadísk. Medzi najdôležitejšie triediace kritéria členenia cenných papierov patria:

- **S** pôsob vyjadrenia majetkového práva s nasledujúcimi skupinami cenných papierov:
 - dispozičné cenné papiere (skladové listy, lodné listy, konosamenty⁴³), ktoré sa nezaraďujú medzi cenné papiere vzhľadom na to, že tento druh cenných papierov zastupuje produkt, vec alebo predmet,
 - cenné papiere spojené s vecnými právami (hypotekárne záložné listy),
 - cenné papiere vyjadrujúce dlžnícke peňažné záväzky (dlhopisy, šeky, vkladné knižky, depozitné certifikáty),
 - cenné papiere spojené s majetkovými právami (akcie, podiely).
- Podoba, podľa ktorej sú rozlišované:
 - dematerializované (zaknihované) cenné papiere sú uložené v pamäti počítača. V Slovenskej republike sú cenné papiere zaknihované v tzv. Centrálnom depozitári, ktorý pôsobí miesto Strediska cenných papierov alebo v Centrálnom registri krátkodobých cenných papierov vedenom Národnou bankou Slovenska pre štátne pokladničné poukážky a pokladničné poukážky Národnej banky Slovenska,
 - listinné cenné papiere, s ktorými sa spája historický vývoj cenných papierov. Technický vývoj umožnil oddelenie práv, vyplývajúcich z cenného papiera, od jeho materiálnej listinnej podoby. V súvislosti s delením cenných papierov na listinné a dematerializované sú rozoznávané aj tzv. imobilizované cenné papiere. Sú to listinné cenné papiere, ktoré sú zverenú na hromadnú úschovu do centrálného depozitára. Operácie s imobilizovanými cennými papiermi sa uskutočňujú zápismi na účtoch podobne ako v prípade dematerializovaných cenných papierov.
- Prevoditeľnosť, podľa ktorej sú rozlišované:
 - cenné papiere na doručiteľa, ktoré majú anonymný charakter. Vzhľadom na ich charakter môže práva spojené s vlastníctvom tohto druhu cenných papierov realizovať každý, kto ich predloží na zaplatenie v čase, v ktorom sa emitent zaviazal splniť svoj záväzok,
 - cenné papiere na rad sa nazývajú aj ako tzv. „order papiere“. Sú typické pre cenné papiere listinnej podoby. Prevod práv spojených s týmito cennými papiermi sa uskutočňuje prostredníctvom osobitného písomného vyhlásenia na rube cenného papiera alebo v osobitnej prílohe. Takéto vyhlásenie o prevode sa označuje ako indosament (rubopis). Rozoznávajú sa zákonné cenné papiere na rad a ostatné cenné papiere na rad. Zákonnými cennými papiermi na rad sú zmenky, šeky, akcie na meno, dlhopisy na meno, podielové listy na meno,
 - cenné papiere na meno sú označované aj ako „rektapapiere“. Znejú na meno konkrétnej osoby. Sú prevoditeľné tzv. cesiou, t. j. postúpením (o ktorom je potrebné podať správu emitentovi) alebo dedičstvom. Zmluva o prevode cenného papiera na meno musí mať písomnú podobu.
- Obchodovateľnosť, podľa ktorej sa cenné papiere členia na:
 - obchodovateľné (vydané na základe verejnej ponuky),
 - obmedzene obchodovateľné,
 - neobchodovateľné.

Obchodovateľnosť cenných papierov úzko súvisí s ich prevoditeľnosťou. Skutočnosť, že pri cenných papieroch na doručiteľa nie je obmedzená ich prevoditeľnosť zároveň pozitívne vplýva aj na ich obchodovateľnosť. Ako opačný príklad je možné uviesť cenné papiere s obmedzenou prevoditeľnosťou a tým aj obchodovateľnosťou. Jedným z takýchto cenných papierov sú akcie na meno, pretože ich prevod je podmienený súhlasom predstavenstva alebo

⁴³ Konosamenty sú špecifické náložné listy určené pre námornú dopravu. Predstavujú právo na vydanie prepravovaného produktu po predložení.

dozornej rady (prípadne oboch orgánov). Informácia o obchodovateľnosti cenných papierov je povinným údajom zverejňovaným v emisných podmienkach.

- Podľa charakteru vyplácaných dôchodkov z cenných papierov sú cenné papiere delené do nasledujúcich skupín:
 - cenné papiere s pevným úročením, ktorých typickým reprezentantom sú pevne úročené obligácie, pri ktorých emitent spláca v pravidelných časových intervaloch rovnakú hodnotu kupónu,
 - cenné papiere s pohyblivým úročením, pri ktorých je výška úroku v pravidelných časových intervaloch viazaná na vývoj úrokových sadzieb na finančnom trhu – ako príklad možno uviesť cenné papiere úverového charakteru s pohyblivou úrokovou sadzbou,
 - cenné papiere s nulovými kupónovými platbami, pri ktorých sa výnos dosahuje ako rozdiel medzi nominálnou hodnotou cenného papiera a nižším emisným kurzom (príkladom takýchto cenných papierov sú štátne pokladničné poukážky),
 - cenné papiere s premenlivým výnosom, pri ktorých je hodnota celkového výnosu vyplácaná v závislosti od dosahovaných hospodárskych výsledkov (typickým reprezentantom uvedeného druhu cenných papierov sú akcie alebo podielové listy podniku).
- Spôsob emisie umožňuje členiť cenné papiere na:
 - hromadné emitovanie, ktoré spočíva v hromadnej emisii akcií alebo podielových listov. Uskutoční sa v prípade, ak má emisia spoločného emitenta, ktorý vydal najmenej 1000 kusov nových zastupiteľných cenných papierov t. j. rovnakého druhu a formy, s ktorými sú spojené rovnaké práva. Príkladom hromadne emitovaných cenných papierov sú akcie, ktoré slúžia na získanie vlastných externých zdrojov financovania v akciovej spoločnosti. Významnou skupinou cenných papierov spomínaného charakteru sú aj podnikové alebo bankové obligácie, prostredníctvom ktorých môžu banky alebo podniky získať externé cudzie zdroje financovania. V tejto súvislosti je potrebné uviesť, že dôležitým emitentom hromadne emitovaných cenných papierov je aj štát a subjekty územnej samosprávy, ktoré emisiou štátnych obligácií alebo komunálnych obligácií získavajú finančné prostriedky na krytie deficitu rozpočtového hospodárenia,
 - individuálne emitované sú cenné papiere, ktoré nevyhovujú spomínanej požiadavke emisie minimálneho počtu 1000 kusov zastupiteľných cenných papierov. Do tejto skupiny patria predovšetkým zmenky, šeky, konosamenty, waranty a pod.
- Podľa ekonomickej funkcie sa cenné papiere členia do týchto skupín:
 - cenné papiere peňažného trhu (pokladničné poukážky, depozitné certifikáty, zmenky, akcepty, šeky, komerčné papiere), ktoré z pohľadu vlastníka predstavujú krátkodobé pohľadávky,
 - cenné papiere kapitálového trhu z pohľadu vlastníka znamenajú dlhodobú pohľadávku alebo majetkový podiel. Členia sa na úverové (dlhové) cenné papiere (dlhopisy) a majetkové cenné papiere (akcie a podielové listy), deriváty a syntetické cenné papiere,
 - cenné papiere používané v platobnom styku (zmenky, šeky).

Okrem toho, že cenné papiere predstavujú mimoriadne dôležitý finančný nástroj, sú zároveň aj dôležitým finančným aktívom, s ktorým sa obchoduje na trhu cenných papierov. Na trhu cenných papierov nakupujú ekonomické jednotky vlastniace voľné finančné prostriedky rôzne druhy cenných papierov, ktoré emitovali ekonomické jednotky s potrebou financovania. V dôsledku týchto finančných operácií sa zároveň presúvajú voľné finančné prostriedky (úspory) od subjektov s ich prebytkom k subjektom s ich nedostatkom. Tieto obchody tvoria podstatu investičného bankovníctva.

Jednotlivé druhy cenných papierov, ktoré sú predmetom obchodovania na trhu cenných papierov sa líšia svojou výnosnosťou, likviditou a rizikom. Motívom na alokáciu voľných finančných prostriedkov do konkrétneho cenného papiera je očakávaný výnos vzhľadom k predpokladanému riziku a likvidite. V tejto súvislosti je potrebné poukázať aj na to, že trh cenných papierov umožňuje investorom diverzifikovať ich majetok do väčšieho počtu investičných nástrojov a znižovať tak riziko. Ceny finančných nástrojov určené na efektívne fungujúcich trhoch cenných papierov sú zároveň aj dôležitým kritériom pre uskutočnenie optimálneho investičného rozhodnutia.

Cenné papiere možno podľa platnej legislatívy v Slovenskej republike – Zákona o cenných papieroch a investičných službách⁴⁴ – rozdeliť do týchto základných skupín:

- krátkodobé cenné papiere,
- produktové cenné papiere,
- dlhopisy,
- podielové listy,
- akcie⁴⁵,
- deriváty⁴⁶,
- investičné kupóny⁴⁷ a kupóny⁴⁸.

Poslednú skupinu tvoria špeciálne cenné papiere. Táto skupina bola vytvorená zákonom o veľkej privatizácii a prevode majetku štátu na iné osoby. Počas privatizácie boli vydávané kupónové knižky a na základe kupónov sa prostredníctvom vybraných akcií priemyselných a poľnohospodárskych podnikov prevádzal majetok štátu. Kupón slúži pre uplatnenie práva na výnos z akcie, dočasného listu, dlhopisu alebo podielového listu.

Krátkodobé cenné papiere peňažného trhu

Finančné nástroje peňažného trhu sú charakteristické svojou krátkou lehotou splatnosti, veľkými objemami, rýchlosťou uskutočnených operácií a rôznorodou variáciou finančných nástrojov. Termíny splatnosti sa pohybujú od jedného dňa do jedného roku. Rozlišujeme viaceré druhy cenných papierov:

Štátne pokladničné poukážky

Štátne pokladničné poukážky⁴⁹ slúžia na krytie schodku štátneho rozpočtu v bežnom roku. Predstavujú krátkodobé cenné papiere so splatnosťou do jedného roka⁵⁰. V každej krajine potrebuje štátna správa krátkodobé prostriedky a tak ich emitujú národné vlády. Na Slovensku si požičiava štát a emisiu zabezpečuje NBS. Pre svoju bezpečnosť a vysokú likviditu vo svete sú dôležitým nástrojom peňažného trhu. Bezpečnosť a istotu výplaty výnosu garantuje investorovi samotný štát. Obchodovaním so štátnymi pokladničnými poukážkami štát aktívne realizuje svoju menovú politiku. Na primárnom trhu nakupujú štátne pokladničné poukážky

⁴⁴ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách v znení neskorších predpisov.

⁴⁵ Akcie sú podrobnejšie uvedené v kapitole Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky.

⁴⁶ Deriváty sú podrobnejšie uvedené v kapitole Nástroje zmiernovania vplyvov rizika na finančnú situáciu podniku.

⁴⁷ Zákon č. 92/1991 Z. z. o podmienkach prevodu majetku štátu na iné osoby a jeho zmeny a doplnky, § 22 prevod majetku s použitím investičných kupónov.

⁴⁸ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách v znení neskorších predpisov.

⁴⁹ T Bills – Treasury Bills.

⁵⁰ Termíny splatnosti sú 1 a 2 týždne, 1, 3, 6 a 9 mesiacov.

prevažne komerčné banky, centrálna banka a veľké finančné inštitúcie. Na sekundárnom trhu s nimi obchodujú investori a fondy. Pokladničné poukážky vydáva aj Národná banka Slovenska. V niektorých štátoch môže s nimi podnikat' a vlastniť ich aj súkromná osoba.

Depozitné certifikáty

Depozitné certifikáty⁵¹ sú taktiež krátkodobé cenné papiere⁵² s pevne stanoveným výnosom vydávané bankovými inštitúciami. Vo väčšine prípadov sa vystavujú na doručiteľa, čím je možné s nimi obchodovať na sekundárnom trhu. Podobajú sa termínovaným vkladom, ale pre možnosť ich predaja sú použiteľné na získanie finančných prostriedkov pred dobou splatnosti za nižšiu hodnotu. Často sa používajú v podnikateľskom prostredí medzi obyvateľstvom.

Podobnými cennými papiermi sú vkladové listy⁵³ a vkladové certifikáty, ktoré sú rovnako vystavované na meno alebo na doručiteľa s rôznou dobou splatnosti. Sú určené prevažne pre fyzické osoby, sú prevoditeľné, nie však verejne obchodovateľné. Pri vystavení na doručiteľa nie je daný cenný papier zahrnutý do ochrany vkladov⁵⁴.

Komerčný papier

Komerčný papier⁵⁵ je dlžobný nezabezpečený dokument majúci vlastnosť vlastnej zmenky s krátkodobou splatnosťou do 270 dní. Vydávajú ich veľké podniky a korporácie za účelom získania prostriedkov na obchodné operácie. Vydavateľ komerčného papiera predáva komerčný papier priamo alebo cez finančných sprostredkovateľov s diskontom a jeho úroková miera sa odvodzuje od úrokovej miery depozitných certifikátov. Pre komerčné papiere existuje aj sekundárny trh avšak vo väčšine prípadov je tento druh cenných papierov držaný vlastníkom až do doby splatnosti.

Zmenka⁵⁶

Zmenka⁵⁷ je krátkodobý cenný papier predstavujúci záväzok vyplatiť peňažné prostriedky v dohodnutom objeme a čase a na určenom mieste. Zmenkou sa vystavovateľ zaväzuje alebo zaväzuje tretiu osobu vyplatiť určenú peňažnú sumu. Často sa používa pri pôžičke peňazí alebo nákupe produktu na úver. Služi ako istina pri niektorých obchodných operáciách, pri ktorých zabezpečuje uhradenie produktu vo fakturovanej výške. Strana, ktorá si požičiava, sa zmenkou zaväzuje, že požičané prostriedky v dohodnutej dobe splatí osobne alebo pri určení tretej osoby. Táto osoba ich splatí spolu dohodnutým úrokom. Zmenka je vďaka svojej jednoduchosti a schopnosti jej predaja ďalej s dohodnutým diskontom najpoužívanejším cenným papierom v obchodnej praxi. Jej rozšírenie vychádza z overených a efektívnych spôsobov vymáhania. V prípade neakceptovania preplatenia zmenky v stanovenej lehote má vlastníik zmenky právo podať protest.

⁵¹ CD – Certificate of Deposit.

⁵² Termíny splatnosti sú 1, 2, 3 a 4 týždne, 3, 6, 9 a 12 mesiacov.

⁵³ Vkladové listy sa prirovnávajú k vkladným knižkám, ktoré však nie sú označované ako cenné papiere.

⁵⁴ Zákon č. 118/1996 o ochrane vkladov v znení a doplnení neskorších predpisov.

⁵⁵ Commercial Paper.

⁵⁶ Nakladanie a obchodovanie so zmenkami sa v SR riadi osobitným zmenkovým a šekovým zákonom č. 191/1950 Z. z. Zákon vychádza zo Ženevských konvencií o jednotnom zmenkovom a šekovom práve. Legislatívne je šekové právo vo svete upravené dvoma spôsobmi a to v zmysle Ženevských dohôd alebo anglo-amerického práva.

⁵⁷ Bill of Exchange.

Tento musí byť podaný u notára alebo na súde (obdobné je to pri šeku). Výhodou je skrátené zmenkové súdne konanie, kde môže vymáhanie prebehnúť niekoľko dní po termíne splatnosti zmenky.

Šek

Šek⁵⁸ je cenný papier, ktorým vystavovateľ prikazuje svojej banke, aby vyplatila doručiteľovi šeku sumu, ktorá je na ňom uvedená. Šeky sa používajú ako nástroj platobného styku, v ktorom nahrádzajú hotové peniaze. Vydávajú ich komerčné banky vo forme šekových knižiek. Vystavovateľ šeku – vlastník účtu v príslušnej banke – vypíše šek podľa predtlaču na stanovenú sumu a osobu a pripojí svoj podpis. Šeky sú uhradené na základe vyrovnávacích platieb medzi bankami. Tento spôsob má obmedzenia pokiaľ niektoré banky vzájomne nespupracujú a osoba nemá spojenie s danou bankou. Okruh použitia šekov je obmedzený na malú lokalitu.

Počas lehôt, podľa ktorých sa riadia jednotlivé banky v krajine, nie je možné vystavený šek odvolať. Existuje však možnosť uskutočniť zákaz výplaty šeku. Táto možnosť je využívaná pri krádeži alebo strate šeku.

V prípade neakceptovania preplatenia šeku v stanovenej lehote má vlastník šeku právo postupovať ako pri zmenke.

V praxi existuje niekoľko druhov šekov⁵⁹, ale najviac rozšírené sú cestovné šeky, ktoré vystavujú banky za účelom zlepšenia ochrany subjektu pri využívaní služieb cestovného ruchu. Vlastník šeku musí preukázať totožnosť a potvrdiť prijatie hotovosti svojim podpisom.

V rámci zavedenia eura sa do budúcnosti nepočíta s používaním tohto nástroja. Šek bude postupne nahrádzaný rôznymi druhmi platobných kariet a platobných systémov.

Cenné papiere na produkty

Cenné papiere na produkty⁶⁰ majú vlastnosti akreditívu s popisom charakteru, objemu a hodnoty produktu. Ich obsahom nie sú podmienky pre odovzdanie, potvrdzujú iba prevzatie a odovzdanie produktu. Môžu to byť:

- náložné listy predstavujúce špeciálne cenné papiere spojené s prepravou produktov. Používajú sa pri preberaní produktu. Predkladateľ má právo na vydanie špecifikovaného produktu v náložnom liste. Náložný list vydáva prepravca, ktorý produkt prepravuje a za prepravu produktu na určené miesto inkasuje odmenu. Náložný list má listinnú podobu, v ktorej sú uvedené identifikačné náležitosti o prepravcovi, odosielateľovi a príjemcovi. Ako cenný papier je prevoditeľný iba v prípade, ak je označený „na rad“, čiže ak je na ňom uvedený subjekt, na ktorý je cenný papier prevádzaný. Na základe predloženia náložného listu má prepravca povinnosť vydať produkt, pričom prevzatie produktu sa potvrdzuje priamo na liste,
- skladiskové záložné listy, ktoré vznikli rozvojom komoditných búrz, keď vznikla potreba zhromažďovať produkt v požadovanom množstve, kvalite a na stanovené časové obdobie. Výrobcovia sa oddelili od skladovateľov a spotrebiteľov. Vytvorila sa špeciálna forma podnikania, ktorej predmetom je skladovanie produktu na dobu trvania kontraktu na komoditnej burze od úrody po úrodu alebo na uchovávanie štátom stanovených rezerv. Vznikli skladiskové listy⁶¹ potvrdzujúce usklad-

⁵⁸ Operácie so šekmi upravuje predpis č. 191/1950 Zb. Zákon zmenkový a šekový.

⁵⁹ Ich klasifikácia je upravená predpisom č. 191/1950 Zb. Zákon zmenkový a šekový.

⁶⁰ Dedič, J. – Pauly, J.: Cenné papiery. Praha, Prospektrum 1994, s. 81.

nenie produktu a právo predkladateľa na vydanie skladovanej veci. Vydáva ich subjekt zabezpečujúci skladovanie po prevzatí produktu do úschovy za zmluvne dohodnutú odmenu, ktorý sa na základe predloženého skladiskového listu zaväzuje produkt vydať. Najväčšie uplatnenie má pri obchodovaní s komoditami na burze, kde sa vydáva produkt po fyzickom ukončení kontraktu a nový vlastník produktu má nárok na vydanie produktu z burzového skladu. Skladiskový (záložný) list ako cenný papier je prevoditeľný a pre producentov (vo väčšine prípadov poľnohospodárov) slúži ako platidlo na preklopenie časového intervalu medzi predajom kontraktu a potrebou získavania prostriedkov pre založenie novej úrody či chovu.

Obdobnú funkciu zabezpečuje produktový záložný list medzi podnikmi pri skladovaní produktu u registrovanej tretej osoby. Táto forma sa bude rozvíjať so zväčšovaním vplyvu medzinárodných podnikov, zaoberajúcich sa distribučným a skladovým hospodárstvom.

Dlhopisy

Dlhopis⁶² je jednou z najpoužívanejších foriem cenného papiera, ktorá zakladá vzťah medzi vydavateľom ako dlžníkom a vlastníkom ako veriteľom. Za dlhopis sa považuje cenný papier so strednou a dlhou dobou splatnosti, ktorá začína od jedného roku, pričom dlhšie ako tridsaťročné emisie sa v súčasnosti vydávajú zriedkavo. Prostredníctvom dlhopisu si vydavateľ požíčiava od veriteľov stanovenú sumu, ktorú sa zaväzuje vrátiť v určenom čase. Dlhopis patrí medzi najpoužívanejšie a najdôležitejšie nástroje kapitálového trhu⁶³.

Podstatou dlhopisu je vznik dlhu voči vlastníkovi dlhopisu. Vlastníkovi vzniká nárok na odmenu, ktorá je presne stanovená a nezávisí od dosahovaných hospodárskych výsledkov dlžníka. Konkrétna výška úrokovej miery dlhopisu býva spravidla vyššia ako úroková miera z relatívne bezrizikových cenných papierov (štátne dlhopisy). Tento rozdiel je rizikovou prímou, ktorá predstavuje odmenu vlastníka dlhopisu za podstupované riziko.

Podľa právnych noriem je stanovené, že dlhopis je možné vydať len so súhlasom regulačného orgánu⁶⁴. Súčasťou je informačný materiál – prospekt, ktorý podáva informácie o emitentovi. Prospekt musí obsahovať podmienky emisie, hospodárske výsledky v stanovenej forme a ďalšie dodatky a dôvody vydania dlhopisu. Jeho súčasťou sú aj informácie propagačného charakteru na získanie záujmu potenciálnych investorov. Dlhopis musí obsahovať na Slovensku zákonom stanovené náležitosti alebo základné náležitosti, ktoré charakterizujú doklad ako dlhopis. V SR môže mať listinnú alebo zaknihovanú formu.⁶⁵ Dlhopisy, vydané v listinnej podobe, môžu byť na doručiteľa a na meno. Pri dlhopisoch na meno je možné ich prevod uskutočniť zápisom na rube dlhopisu, pri dlhopisoch na doručiteľa ich predajom. Pri zaknihovanej podobe sú používané len dlhopisy na meno. Listinné dlhopisy sa skladajú z pláštia a kupónového hárku (kupónu). Plášť obsahuje všetky náležitosti o emitentovi a podmienky splatnosti. Obsahom kupónu sú údaje o podmienkach splácania úroku. Tlač dlhopisu musí spĺňať náležitosti cenného papiera. Čoraz častejšie sa používajú dlhopisy s ústrižkami.⁶⁶

⁶¹ Zákon č. 144/1998 Z. z. o skladiskovom záložnom liste a o produktovom záložnom liste a o doplnení niektorých ďalších zákonov.

⁶² Fixed-income securities – cenné papiere s pevnými príjmami, ktoré sú stanovené v zmluvných podmienkach ako odmena za investovanie.

⁶³ V 2001 Burza cenných papierov v Bratislave (BCPB) dosiahla rekordný objem obchodov takmer 394 mld. SKK, pričom 90 % tvorili práve dlhopisy.

⁶⁴ Na Slovensku to bol Úrad pre finančný trh (UFT) podľa zákona č. 566/2001 o cenných papieroch a investičných službách. Dohľad nad finančným trhom prevzala NBS a to na základe zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom. Najznámejšou inštitúciou pre dohľad je SEC v USA (U.S. Securities and Exchange Commission) a vo Veľkej Británii FSA (Financial Services Authority).

⁶⁵ Vychádza zo zákona č. 566/2001 o cenných papieroch a investičných službách v znení neskorších predpisov.

⁶⁶ STRIPS Bonds – Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities samostatne obchodovateľné kupóny so stanovenou úrokovou mierou oddeliteľné od dlhopisov, Stripped bonds.

Je to dlhopis s kupónom, s ústrižkom oddeliteľným od dlhopisu, s ktorým sa samostatne obchoduje a ktorý sa predkladá na úhradu v stanovenom období. Dlhopis má potom vlastnosti dlhopisu s nulovým kupónom (Zero-coupon Bond). Ten sa vzťahuje k dlhopisom, ktoré nevyplácajú úrok a vlastne nemajú kupón na vyplatenie úroku. Pritom je rozlišovaný:

- vstupný úrok (Imputed Interest), ktorý je získaný pri nákupe dlhopisu pod nominálnu cenu a nepriamo vyplatený pri úhrade nominálnej ceny dlhopisu. V anglosaských krajinách nie je tento spôsob výnosu zdaňovaný z dôvodu, že sa vypláca len nominálna cena dlhopisu a žiadny výnos nad jeho hodnotu. Pri zaknihovanom dlhopise (Registered Bond) kupón nie je, ale vlastníkovi je automaticky v stanovenom období zasielaný úrok. Tieto dlhopisy sa vo svete ďalej volajú kupónové,
- nominálna hodnota dlhopisu (The Face Value, The Par Value) predstavuje hodnotu, na ktorú je dlhopis vystavený a je to aj jeho účtovná hodnota,
- splatnosť dlhopisu (Maturity) predstavuje stanovený termín, kedy sa vlastníkovi uhradí nominálna hodnota dlhopisu. Splatnosť dlhopisu predstavuje obdobie od dátumu vydania dlhopisu po dátum práva na úhradu jeho nominálnej hodnoty,
- zrušenie dlhopisu (Call Provision) predstavuje podmienku, zakotvenú emitentom pri vydávaní dlhopisu, kde má možnosť predčasne odkúpiť dlhopis a vyplatiť vlastníkovi nominálnu hodnotu dlhopisu vrátane zodpovedajúceho úroku za skrátené obdobie dlhopisu a nákladov na dané odvolanie,
- obdobie vlastníctva dlhopisu (The Holding Period) sa počíta od vydania dlhopisu po termín jeho splatnosti. V užšom ponímaní je to obdobie od nákupu po predaj dlhopisu,
- úrok (Interest) je odmena za požičanie finančných prostriedkov za určité obdobie. Pre určovanie úrokovej miery sa používa obdobie jedného roku,
- výnos je finančná odmena vyjadrená v percentách z nominálnej hodnoty dlhopisu. Existuje niekoľko prístupov na výpočet výnosov z dlhopisu:
- bankový diskontný výnos⁶⁷ – BDV (Bank Discount Yield),

$$BDV = \frac{N_{HD} - C_{Td}}{N_{HD}} \times \frac{360}{t}$$

kde:

N_{HD} – nominálna hodnota dlhopisu, pričom sa používajú štátne dlhopisy bez zdaňovania,

C_{Td} – trhová cena dlhopisu, za ktorú je predávaný,

t – počet dní do splatnosti,

360 – kalendárny rok používaný v USA a Európe, vo Veľkej Británii je 365.

- ekvivalentný výnos⁶⁸ – EV (Bond Equivalent Yield) odstraňujúci určité nedostatky bankového diskontného výnosu v podobe jednoduchého úročenia, použitia 365 dní (resp. 366) miesto štandardu 360 a počíta so skutočnou hodnotou, ktorú investor vložil do dlhopisu, na rozdiel od nominálnej hodnoty,

$$EV = \frac{N_{HD} - C_{Td}}{C_{Td}} \times \frac{365}{t}$$

⁶⁷ Jílek, J.: Finanční trhy. Praha, Grada Publishing 1997, s. 186.

⁶⁸ Tamže

- súčasný úrokový výnos⁶⁹ SUV (Current Yield, Interest Yield) je výsledkom využitia stanovenej ročnej výnosu na dlhopis a trhovej ceny dlhopisu podľa uzatvárajúcej ceny na trhu,

$$SUV = \frac{U_{p.a.}}{C_{Tdu}} \times 100$$

kde:

$U_{p.a.}$ – predstavuje ročný úrok v peňažnej hodnote,

C_{Tdu} – je trhová cena dlhopisu, vychádzajúca z uzatvárajúcej ceny na burze.

- výnos do splatnosti⁷⁰ – VdS (YTM – Yield to Maturity) udáva, aký zisk alebo stratu by prišiel dlhopis, ak by sa pri súčasnej cene na trhu podržal do skončenia splatnosti. Pri dlhopisoch, pri ktorých môže nastať predčasné vyplatenie, sa namiesto nominálnej ceny dlhopisu použije hodnota stanovená na obdobie zrušenia alebo odvolania dlhopisu (Call Provision),

$$0 = C_{Td} - \left[\sum_{i=1}^n \frac{K_{p.a.}}{(1+p)^i} + \frac{N_{HD}}{(1+p)^n} \right]$$

$$VdS = p$$

kde:

N_{HD} – nominálna hodnota dlhopisu. Pri predčasnom odvolaní sa dosadí hodnota odvolávaného dlhopisu, $K_{p.a.}$ – ročná kupónová platba. V prípade vôle dosiahnutý výsledok s prihliadnutím na zdaňovanie kupónového úroku je potrebné tento údaj znížiť o daň v každom období.

i – i-té obdobie kupónovej platby,

n – počet období (rokov) do ukončenia splatnosti dlhopisu.

p – úroková miera v desatinnom vyjadrení (10,2 % = 0,102).

Tento údaj je postupne menený s cieľom získania výslednej hodnoty vzorca, rovnej nule.

Táto úroková hodnota predstavuje „výnos do splatnosti“.

Vydavateľ dlhopisu svoju ponuku uskutočňuje vo väčšine prípadov cez sprostredkovateľa, či už cez svoju banku alebo sprostredkovateľa špecializujúceho sa na takéto ponuky. V prípade, ak ide o malý počet dlhopisov, môže dlhopisy vydať aj samostatne.

Odmenou za požičanie finančných prostriedkov je emitentom stanovený úrok. Výnosom dlhopisu je úrok z nominálnej hodnoty dlhopisu. Vyplácanie úroku sa určí na obdobie 3, 6 a 12 mesiacov alebo jednorázovo v termíne splatnosti dlhopisu. Podľa stanovenia úroku možno rozdeliť dlhopisy na:

⁶⁹ Brigham, E. F.: Fundamentals of Financial Management. New York, The Dryden Press 1992, s. 259.

⁷⁰ Jílek, J.: Finanční trhy. Praha, Grada Publishing 1997, s. 186.

- dlhopisy s pevnou úrokovou sadzbou, ktoré majú stanovenú pevnú úrokovú sadzbu na celé obdobie životnosti dlhopisu. Pevný výnos je vhodný pre jeho výpočet na celé obdobie vlastníctva dlhopisu. Špeciálnou obdobou je dlhopis, pri ktorom sú vyplácané výnosy naraz až s uhradením dlhopisu v stanovenej výplatnej lehote. Používa sa v prípadoch, keď je predpoklad stabilných podmienok a veľmi malých zmien v referenčných úrokových mierach a v inflácii. Najčastejšie sa používa v stabilných ekonomikách a preto predstavuje najpoužívanejší spôsob určenia výnosu. Za predpokladu výraznej zmeny podmienok na trhu a z dôvodu nárastu inflácie a úrokových mier by mal emitent zmeniť podmienky výnosu dlhopisu, aby obe strany dosiahli spokojnosť a to výmenou starých dlhopisov za nové dlhopisy, či okolkovaním starých dlhopisov s lepšími výnosovými podmienkami,
- dlhopisy s pohyblivou úrokovou sadzbou majú rôznu úrokovú sadzbu v jednotlivých výplatných obdobiach. Jedna skupina má pevne stanovené úrokové miery pre každé obdobie. Vychádza sa z podmienok na trhu, ktoré sú určené už pri emisii. Druhá skupina má pohyblivú úrokovú mieru naviazania na referenčnú úrokovú mieru. Tieto dlhopisy omnoho citlivejšie reagujú na výkyvy na trhu a sú vhodné v situáciách, kde existuje predpoklad výraznej fluktuácie a zmien inflácie a úrokových mier medzi jednotlivými obdobiami. Výnos sa väčšinou viaže na diskontnú sadzbu – úrokovú sadzbu národnej banky pre poskytovanie úverov komerčným bankám plus stanovené rozpätie alebo na medzinárodnú úrokovú mieru a to najčastejšie na LIBOR⁷¹. Výnosové percento sa pohybuje v súlade s vývojom inflácie a investícia je tak chránená pred nepriaznivým inflačným vplyvom. Nevýhodou pre obe strany je, že sa nedajú dopredu vypočítať náklady pre emitenta a výnosy investora počas doby životnosti dlhopisu,
- dlhopisy so zmiešanými úrokovými mierami sú tvorené pevnou úrokovou sadzbou ako základom a pohyblivou úrokovou sadzbou, vychádzajúcou z niektorej referenčnej úrokovkej miery národnej banky alebo inej medzinárodne uznávanej úrokovkej miery (napr. LIBOR),
- dlhopisy s nulovým kupónom, ktoré sa používali pri krátkodobých dlhopisoch, sa v súčasnosti uplatňujú čoraz častejšie. Používa ich štát, komunálne organizácie a podnikatelia a emitujú sa pre všetky doby splatnosti. Tento dlhopis má úrokovú mieru zakomponovanú v cene dlhopisu. Pri predaji sa dlhopis predáva pod nominálnu hodnotu, t. j. za diskont a pri splatnosti zinkasuje investor plnú nominálnu hodnotu dlhopisu. Tento rozdiel medzi nominálnou hodnotou a hodnotou v čase predaja predstavuje výnos dlhopisu. Pri predaji dlhopisu predajná cena závisí od:
 - doby držania dlhopisu – od počtu rokov do termínu splatnosti dlhopisu,
 - výšky úrokovej miery,
 - výšky rizika, vzťahujúceho sa na dlhopis a odvodeného od emitenta,
 - sadzby dane z príjmu.

Tieto dlhopisy mávajú v porovnaní s tradičnými dlhopismi zvyčajne vyšší výnos do splatnosti z dôvodu, že v niektorých prípadoch nepodliehajú zdaňovaniu. Pri dlhých dobách splatnosti (10-30 rokov) je ich predajná cena veľmi nízka, pretože cena musí zohľadňovať úrokovú mieru, resp. výnos do splatnosti za celé obdobie. Úrok je realizovaný pri vyplatení nominálnej hodnoty dlhopisu na konci splatnosti. Vlastník dlhopisu tak nemá možnosť zhodnotiť úroky počas životnosti dlhopisu vzhľadom na to, že úroky sú vyplácané dlžníkom pri splatnosti dlhopisu. Tento nedostatok dlhopisu sa eliminuje tak, že diskont sa upravuje výpočtami, v ktorých je zahrnutý aj úrok

⁷¹ London Interbank Offered Rate – skratka používaná pre výšku referenčných úrokových sadzieb na londýnskom medzibankovom trhu, za ktorý si banky navzájom požičiavajú voľné krátkodobé zdroje.

z úroku za dané obdobie a tým je úroková miera vyššia a predajná cena dlhopisu nižšia. Dlhopisy s nulovým kupónom majú niekoľko nevýhod⁷² avšak ich poznanie umožňuje ich premenu na výhody.

Dlhopisy s nulovým kupónom sú v porovnaní s dlhopismi s kupónom až 2,5-krát citlivejšie na zmenu úrokovej miery. Medzi ďalšie charakteristiky tohto druhu dlhopisov patrí to, že kvôli poplatkom nie sú výhodné nákupy pri nízkych hodnotách a malých množstvách. V porovnaní s dlhopisom s kupónom a úrokovou mierou je splatnosť kratšia ako 5 rokov. Ak je výnos do splatnosti nižší ako 8 %, v tom prípade sú pre investora výhodnejšie dlhopisy s kupónom.

Dlhopisy sa vydávajú na emitentom stanovený čas. Od jedného roku až po neurčitú dobu splatnosti, bežné je vystavovať dlhopisy na dobu maximálne 30 rokov. Po vydávaní je určený termín splatnosti, t. j. termín, po ktorom si vlastníik uplatňuje právo na vyplatenie nominálnej hodnoty dlhopisu. Bežnou skutočnosťou je automatické uhradenie na vlastníkom stanovený účet. Existujú aj dlhopisy, kde je možnosť skrátiť životnosť dlhopisu a posunúť termín splatnosti na čas stanovený emitentom, čo je pre emitenta výhodnejšie. Dlhopis vydaný s podmienkou zrušenia dlhopisu dáva emitentovi právo skrátiť splatnosť dlhopisu, ak mu to vyhovuje. Táto podmienka môže byť obmedzená na určité obdobie, napr. na posledných 5 rokov pred splatnosťou. Vychádza z rozhodnutia a schopnosti emitenta uhradiť nominálnu hodnotu a príslušný výnos v skrátenom termíne. Niektoré dlhopisy nemôžu byť predčasne zrušené (U.S. Treasury Bills). Jedným z hlavných kritérií členenia dlhopisov je členenie podľa subjektu, ktorý ich vydáva. Podľa tohto kritéria sú rozoznávané dlhopisy.

Štátne dlhopisy

Emitentom štátnych dlhopisov je štátny orgán zastupujúci štát. Štátne dlhopisy patria medzi najkvalitnejšie cenné papiere, pretože splatnosť a výplatu výnosov garantuje štát a pri problémoch s ich výplatom má nástroje na vydanie novej emisie peňazí. Ich likvidita je preto vysoká. Používajú sa vo väčšine krajín aj ako benchmark⁷³ pre stanovenie hranice pre bezrizikovú úrokovú mieru nad ktorou už začína riziková prémia. Ako dôsledok tohto stavu majú spravidla nižšie úročenie. Vo väčšine krajín nebyvajú výnosy zo štátnych dlhopisov zdaňované, prípadne sú zdaňované špeciálnou sadzbou. Ak je trh malý, emisia dlhopisov má vplyv na objem peňazí v obehu. V ekonomikách s rozvíjajúcim sa trhom je ich emisia alebo stiahnutie v pomere k iným dlhopisom zanedbateľná, čím stratili silu nástroja regulácie.

Na Slovensku je emitentom MF SR a sprostredkovateľom Národná banka Slovenska. Štátne dlhopisy sa vydávajú na krytie schodku štátneho rozpočtu podľa zákona o štátnom rozpočte. V iných krajinách sú emitentmi aj štátne agentúry, ktoré sa tak snažia získať účelové prostriedky.

Štátne dlhopisy sa vydávajú s lehotou splatnosti od jedného do dvadsať rokov. V iných krajinách od jedného roku do tridsať rokov⁷⁴, ale aj bez termínu splatnosti.⁷⁵

⁷² Thau, A.: The Bond Book. Salem, Probus Publishing Company 1992, s. 85-86.

⁷³ Benchmark predstavuje výkonnosť vopred určenej skupiny cenných papierov použitú na účely porovnávania. Dostupné na <http://www.cmra.com>.

⁷⁴ Najznámejšie sú U.S. Government Bond – Treasury Note (1-7 rokov), Treasury Bond (10-30 rokov); dlhopisy federálnych agentúr: Ginnie Mae – Government National Mortgage Association, Fannie Mae – Federal National Mortgage Association, Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corporation, a vo Veľkej Británii – English government bonds – gilts-edged bonds.

⁷⁵ Večné dlhopisy anglickej vlády s právom na zrušenie.

Podnikové dlhopisy

Pre tvorbu zdrojov môže podnik emitovať podnikové dlhopisy (Corporate Bonds). Kvôli finančným nákladom spojeným s emisiou sú emitentom stredné a veľké podniky s právnou formou akciové spoločnosti. Zámerom je získanie finančných prostriedkov na vytipované projekty vo forme dlhodobého úveru. Podmienkou je, aby si daný projekt alebo skupina projektov vyprodukovala výnosy na splatenie emisie. V porovnaní so štátnymi dlhopismi sú rizikovejšie. Dlhopisy (Senior Securities) majú vyššiu prioritu splácania záväzkov ako akcie, garanciou ich splatenia je majetok podniku. Rozdiely spočívajú vo vlastníckych právach – dlhopis predstavuje pôžičku a jej istinu je emitent povinný vrátiť, čo však pri akciách neplatí. S akciami sú spojené práva podieľať sa na riadení podniku, pričom takéto práva neprináležia vlastníkom podnikových dlhopisov. Medzi podnikové dlhopisy patria dlhopisy s vlastnosťou práva výmeny za akcie majúce tieto základné formy:

- vymeniteľné (Convertible Bonds), ktoré môžu byť v stanovenom termíne vymenené za akcie v určenom pomere,
- prioritné (Preferred Bonds) dávajú právo, aby ich vlastníkom boli prednostne ponúknuté novo emitované akcie podniku. Toto právo má dokonca prednosť pred ponukou doterajším akcionárom. Právo je platné do stanovenej lehoty, počas ktorej musí vlastník dlhopisu čakať na zvýšenie základného imania, aby mohol uplatniť svoje prednostné právo na upísanie akcií.

Pri uplatnení práva vlastníka dlhopisu na výmenu za akcie sa vlastník stáva akcionárom so všetkými právami akcionára. Táto zmena prináša zvýšenie základného imania podniku o hodnotu vymenených dlhopisov. Rozhodnúť o emisii vymeniteľných dlhopisov môže len valné zhromaždenie, ale návrh na zvýšenie základného imania dáva predstavenstvo na základe skutočného stavu požadovanej výmeny dlhopisov za akcie.

Právo zaniká, ak ho vlastník dlhopisov nevyužije. Ostáva mu však nárok na vrátenie nominálnej hodnoty a výnosu. Právo výmeny za akcie je kompenzované nižšou mierou výnosu, čo je pre podnik výhodné. Podmienky a termín výmeny vždy stanovuje emitent. Tento nástroj sa používa na krátkodobé až strednodobé financovanie a umožňuje lepšie plánovanie budúceho vývoja. V súvislosti s podnikovými dlhopismi je vhodné venovať pozornosť aj nasledujúcim špecifickým formám dlhopisov:

- Nezabezpečené podnikové dlhopisy (Unsecured Corporate Bond). Pri tomto type dlhopisov neexistuje žiadna záruka či záložné právo na aktíva podniku. Z tohto dôvodu ide o rizikovejší druh cenných papierov ako v prípade zabezpečených podnikových dlhopisov. Táto vyššia miera rizika sa však prejavuje v potenciálnej možnosti dosiahnuť vyššie výnosy z nezabezpečených podnikových dlhopisov. Dlhopis je viazaný na budúce príjmy podniku na základe prezentovaného stavu podniku ako zdravého podnikateľského subjektu. Požiadavky veriteľov na tento dlh sú uspokojované až po uspokojení vlastníkov všetkých ostatných druhov dlhopisov. Väčšinou sa používajú v USA.

V praxi existuje viacero typov nezabezpečených dlhopisov, ktoré sú investorom k dispozícii. Jedným z dobre známych typov sú vymeniteľné dlhopisy, ktoré môžu byť v určitých obdobiach (a pri splnení určitých podmienok, ktoré daný podnik stanovil) vymenené za podnikové akcie. Vymeniteľné dlhopisy ponúkajú investorovi príjem, plynúci z úrokov, ktorý je však nižší ako v prípade nevymeniteľných dlhopisov.⁷⁶

- Rizikové dlhopisy (Junk Bond) patria podľa ratingových agentúr do oblasti špekulácií. Majú strednodobú dobu splatnosti v rozmedzí 3 až 5 rokov. Vydávané sú prevažne podnikmi, ktoré

⁷⁶ <http://mister-finance.com>.

sa dostávajú do problémov s likviditou (s čím sa spája veľké riziko⁷⁷, že dôjde k nesplneniu záväzkov) alebo pre podniky, ktoré nemajú historický záznam o svojej podnikateľskej činnosti a sú na trhu nové. Kvôli dlhšej lehote splatnosti je riziko z pohybu úrokovej miery v rozvíjajúcich ekonomikách nízke, ale v ekonomikách s veľkými skokmi sa stáva vývoj nepredvídateľný. Ďalším negatívom týchto dlhopisov je ich nízka likvidita a možnosť ich predaja. V krajinách z rozvinutým kapitálovým trhom sa uvoľňuje regulačná legislatíva a aj inštitucionálnym investorom (fondy, poisťovne, banky) je dovolené obchodovať s týmito cennými papiermi.

- Opčné poukážky (Warrant) nie sú priamo dlhopisy, ale pre svoj charakter dlhodobého finančného nástroja sú mu podobné. V podstate majú vlastnosti opcie, keďže dávajú právo na nákup akcií za stanovenú cenu. V porovnaní s dlhopismi, ktorých doba splatnosti sa pohybuje od 3 po 10 rokov, je doba splatnosti opčných poukážok 3 – 10 mesiacov. Ceny warrantu sa pohybujú v smere pohybu ceny akcie, ale niekoľkonásobne rýchlejšie, čo má svoju váhu pri raste ceny akcií.

Warranty možno považovať za akýsi hybrid majúci povahu opcií, ktoré sú spojené s predajom akcií. Pri emitovaní akcií sa pripájajú k týmto akciám a tým zvyšujú ich cenu. Keďže sa dajú oddeliť od akcie, je možné s nimi ďalej obchodovať na sekundárnom trhu. Tým, že majú charakter americkej opcie, má vlastník warrantu právo kedykoľvek pred vypršaním termínu uplatniť svoje právo a kúpiť akcie za vopred stanovenú realizačnú cenu, čo vlastníkovi zabezpečuje elimináciu rizika pri pohybe ceny akcie nahor alebo nadol. Z cenového hľadiska nemá význam pri poklese ceny akcie zameniť warrant za akciu.

- Zmluvný dlhopis (Bond Covenants) je výsledkom poučenia z rizikových dlhopisov, pri ktorých sa ich vydávaním znižovala hodnota aktív podniku a preto boli vytvorené v rámci dohody určité obmedzenia vydavateľa dlhopisu. Podstatou je zakomponovanie podmienok vo forme právnych dohôd na základe ktorých sa obmedzujú rozhodnutia podniku v určitých oblastiach. Keďže ide o zmluvy na reštrikciu v určitej oblasti, ktorá je dôležitá z pohľadu veriteľov, tieto dlhopisy sú veľmi rozmanité. Základné obmedzenia sa týkajú výroby (začatia novej alebo obmedzenia realizovanej), rozhodnutí o určitých investičných zámeroch a financovaní projektov. Úlohou je zabrániť konfliktu záujmov medzi veriteľmi a akcionármi a vytvoriť určité kontrolné body pre úspešné fungovanie podniku.

Osobitným druhom dlhopisov sú bankové dlhopisy, ktoré majú všetky charakteristiky podnikových dlhopisov a sú vydávané bankami.

Komunálne dlhopisy

Komunálne dlhopisy (Municipal Bonds) sú vydávané verejnoprávnymi inštitúciami, obecnými samosprávnymi orgánmi a vyššími územnými celkami s cieľom získať prostriedky na financovanie svojich potrieb. Komunálne dlhopisy sa emitujú na stredné a dlhé obdobie⁷⁸. Na rozvinutých trhoch sú to často používané cenné papiere a v niektorých krajinách sú oslobodené od dane⁷⁹. Projekt, na financovanie ktorého sa použili komunálne dlhopisy musí garantovať investorovi možnosť vrátenia nominálnej hodnoty a výnosu.

⁷⁷ Vysoké riziko posúvalo úrokovú mieru do rozpätia medzi 20 – 40 % v rozvinutej ekonomike, čo v transformujúcej ekonomike musí oscilovať až okolo 100 %. Výška sa odvíja od rizikovej prémie k zaisteným štátnym dlhopisom.

⁷⁸ Na Slovensku sú to dlhopisy s priemernou 5 ročnou splatnosťou, majúce podobu hypotekárneho úveru. Podľa zákona o dlhopisoch je komunálny úver dlhodobým úverom, ktorý je zabezpečený záložným právom k nehnuteľnému majetku obce, ktorý banky poskytujú na nákup, výstavbu, rekonštrukciu a údržbu tuzemských nehnuteľností s cieľom využívať ich na verejnoprospešný účel a ktorý sa financuje prostredníctvom vydávania a predaja komunálnych dlhopisov bankou. Kudzbel, M.: Cenné papiere a finančný trh. Bratislava, MIKA-Consult 1999, s. 81.

⁷⁹ Takou krajinou sú USA podľa predpisov ich daňového úradu.

Na tento účel slúžia dva základné kanály:

- na uhradenie požičaných prostriedkov je stanovený výnos z komunálneho projektu. Týmto spôsobom daný projekt generuje výnosy vo forme rôznych poplatkov, ktoré pokrývajú nominálnu hodnotu,
- na splatenie dlhopisov sa zavedú komunálne dane. Komunálne dlhopisy môžu byť oslobodené od dane alebo zdaňované a podľa toho sa aj na národnom trhu odlišujú rozdielnymi úrokovými mierami. Aby sa dali vzájomne porovnať, používa sa pre dlhopisy oslobodené od dane, ukazovateľ na zdaniteľný porovnateľný výnos – ZPV (Taxable Equivalent Yield). Postup jeho výpočtu je:

$$ZPV = \frac{UdoD}{1 - Ds}$$

kde:

ZPV – zdaniteľný porovnateľný výnos,

UdoD – úroky dlhopisu, oslobodeného od dane,

Ds – používaná daňová sadza.

Na základe výpočtu možno porovnať dlhopisy, ktoré sú zdaniteľné podľa stanovenej daňovej sadzby s dlhopismi, oslobodenými od dane. Komunálne dlhopisy majú menšie riziko nevyplatenia ako podnikové dlhopisy a ich bonita sa pohybuje od hranice bez rizika až po hodnotenie ratingových agentúr na úrovni „C“. Pre investorov sú pre svoju väčšiu istotu a rozmanitosť veľmi používaným nástrojom kapitálového trhu.

Hypotekárne záložné listy

Špeciálnou formou dlhopisov sú hypotekárne záložné listy. Finančná inštitúcia, ktorá ich emituje musí mať licenciu hypotekárnej banky, preto tieto dlhopisy majú charakter bankových dlhopisov. V USA sú to federálne hypotekárne agentúry⁸⁰, ktoré majú právo vydávať tieto dlhopisy. Pre túto formu dlhopisov je zaužívaný názov „na aktíva viazané cenné papiere“ (Asset-backed Securities), pri ktorých sú nominálna hodnota a výnos dlhopisu zaručené záložným právom na nehnuteľný aj hnutelný majetok. Hypotekárne záložné listy sú zabezpečené záložným právom len na nehnuteľný majetok, čo je zúžený rozsah ručenia. Tento majetok podlieha menším výkyvom a opotrebeniu ako hmotný, hnutelný majetok (napr. stroje, zariadenia a výrobné technológie).

Hypotekárne záložné listy majú dlhodobý charakter od 10 až do 30 rokov. Slúžia na vydávanie hypotekárnych úverov podľa národných zákonov, pričom Slovensko upravilo svoju legislatívu v rámci harmonizácie s európskym právom⁸¹. Spolu s vytváraním priateľnejšieho prostredia na obchodovanie s realitami a výstavbu domov a bytov rastie tento trh aj na Slovensku⁸² a banky v rámci konkurencie ponúkajú výhodnejšie podmienky.

⁸⁰ Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation.

⁸¹ Zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách, ktorý upravuje podmienky pre banky uzatvárať na Slovensku hypotekárny úver na obdobie najmenej 4 roky pri zaručení danou nehnuteľnosťou do 90 % a to s právnickými a fyzickými osobami na nákup, výstavbu, rekonštrukciu a údržbu tuzemských nehnuteľností.

⁸² Hypotekárne úverovanie zaznamenalo v 2001 významný nárast v objeme 4,5 mld. SKK oproti 1,9 mld. SKK v 2000 ale v októbri 2005 už boli čerpané hypotekárne úvery vo výške 56,5 mld. SKK. Národná banka Slovenska, bankový dohľad: informácie o rozvoji bankového sektora. Vývoj hypotekárnych úverov za bankový sektor SR v roku 2005 – október. Príloha Kapitál, denník SME 18.1.2002, s. 7.

Hypotekárne záložné listy (dlhopisy) možno zaradiť medzi najbezpečnejšie cenné papiere, pretože sú kryté nehnuteľným majetkom, ktorého hodnota má vo väčšine prípadov rastúci trend. Vydavateľ hypotekárnych záložných listov prostredníctvom splácania hypotekárnych úverov a úrokov z týchto úverov kryje splácanie nominálnej hodnoty a výnosu z hypotekárnych záložných listov. Porušenie cash flow z hypotekárnych úverov je zabezpečené predajom nehnuteľností, ktoré splácanie kryjú.

Obchod s dlhopismi

Zabezpečenie nákupu či predaja dlhopisov majú v kompetencii dileri, burzy a iní sprostredkovatelia (brokeri), ktorí za tieto služby požadujú poplatky. Táto odmena za obchodovanie s dlhopismi má niekoľko všeobecných pravidiel, ktoré sú aplikovateľné na všetky druhy dlhopisov:

- dlhopisy s nízkym rizikom majú zúžené rozpätie medzi poplatkom za nákup a poplatkom za predaj. S nárastom rizika sa toto rozpätie zväčšuje a naopak,
- dlhopisy s vysokou predajnosťou majú zúžené rozpätie hodnotou poplatku za nákup a poplatkom za predaj. Dlhopisy ťažko umiestniteľné na trhu majú toto rozpätie rozšírené,
- dlhopisy s dlhšou dobou splatnosti majú vyššie poplatky ako dlhopisy s kratšou dobou splatnosti,
- menší počet predávaných dlhopisov má vyššie poplatky ako väčšie predávané množstvo,
- dlhopisy vyššej kvality sa ľahšie predávajú ako dlhopisy s nízkou kvalitou, zároveň to však zvyšuje výšku poplatkov,
- podľa podmienok trhu má úroková miera vplyv na nárast rozpätia – rastom úrokovej miery sa rozširuje a poklesom sa rozpätie zužuje,
- ak je trh slabý a nie je veľký predaj dlhopisov, rozpätie sa rozširuje.

Poplatky majú významný vplyv na výnos z dlhopisov. Znižujú objem výnosov a je nutné s nimi počítať, aby vznikol skutočný obraz o výnosoch za investované prostriedky a aby táto hodnota bola započítaná do celkového objemu dlhopisov, čím sa dosiahne plánovaný objem zdrojov ktoré emitent potrebuje.

Podielové listy

Podielové listy (UCITS⁸³) sú špecifickým druhom cenných papierov, ktoré majú niečo z akcií a dlhopisov. Podielové listy môže vydávať investičný podnik na základe platných predpisov⁸⁴ musí mať formu akciovej spoločnosti. S vlastníctvom podielového listu je spojené právo podieľať sa na zisku z hospodárenia s majetkom v podielovom fonde. Vlastník má podiel na majetku v podielovom fonde vo výške podielového listu. Majetok podielového fondu sa skladá z čiastkových majetkov jednotlivých vlastníkov podielových listov.

⁸³ V európskej legislatíve sa používa termín zaoberajúci sa aktivitami s podielovými fondmi (UCITS – Undertakings For Collective Investment In Transferable Securities) vychádza z Council Directive (85/611/EEC) a neskorších upravujúcich zmien.

⁸⁴ Legislatíva pre kolektívne investovanie:

■ Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní.

■ Vyhláška o spôsobe určenia hodnoty cenných papierov v majetku v podielovom fonde.

■ Zákon č. 595/2003 Z. z. o daniach z príjmov v znení neskorších predpisov.

■ Vyhláška o obsahu a spôsobe vykonania odbornej skúšky na preukázanie odbornej spôsobilosti v oblasti kolektívneho investovania a o ustanovení výšky úhrady za jej vykonanie.

Podielový fond nesmie byť právnickou osobou. Táto forma investovania je veľmi obľúbená medzi obyvateľstvom⁸⁵. Na základe presne stanovených pravidiel profesionálne tímami obchodníkov a analytikov hľadajú vytváranie optimálneho portfólia na dosiahnutie deklarovaného zhodnotenia. Pre obozretné podnikanie⁸⁶ je stanovené pravidlo, že hodnota cenných papierov rovnakého emitenta nesmie tvoriť viac ako 20 % čistej hodnoty majetku.

Investičná spoločnosť⁸⁷ je zameraná na kolektívne investovanie podľa stanovenej legislatívy⁸⁸. Má formu obchodného podniku. Za účelom kolektívneho investovania investičný podnik sústreďuje peňažné prostriedky predajom podielových listov a vytvára podielové fondy a v rámci nich zhodnocuje vložený majetok vlastníkov podielových listov. Investičná spoločnosť spravuje a obhospodaruje získané prostriedky od vlastníkov podľa zákonom stanovených pravidiel. Investičný podnik môže založiť i nový samostatný subjekt – investičný fond. Získané finančné prostriedky používa vytvorený investičný fond na kúpu cenných papierov, nehnuteľností alebo hnutelných vecí alebo ako vklady podľa zmluvy o tichom spoločenstve alebo ich ukladá na osobitný účet v banke za účelom ich zhodnotiť.

Depozitárom správcovského podniku a jeho podielových fondov musí byť banka. Depozitár vedie účty a vykonáva úschovu cenných papierov vlastníkov, čo vyplýva s legislatívou, kde majetok v podielovom fonde musí byť oddelený od majetku investičného podniku. Taktiež sleduje či správcovský podnik správne oceňuje majetok podielového fondu.

Investičný podnik je členom príslušnej asociácie⁸⁹, kde sa riadi jej kódexom⁹⁰ a pravidlami pre výpočet a prezentáciu výkonnosti fondov. Slovensko je súčasťou európskej asociácie FEFSI⁹¹ a približuje svoje prepisy direktívam a predpisom EÚ. Základom podnikania investičných spoločností má byť pravidlo transparentného podnikania na vytváranie dôvery v kolektívne investovanie. Investičný podnik si za svoju činnosť môže účtovať odmenu, ktorej výška býva regulovaná.

Podielový fond je spojenie správcu investičného podniku a spravovaného majetku, ktorý je spoločným majetkom vlastníkov podielových listov vytvoreného predajom podielových listov. Pre vytvorenie podielového fondu musí investičný podnik splniť zákonom⁹² stanovené požiadavky:

- o vytvorení podielového fondu musí rozhodnúť orgán podniku, ktorému toto oprávnenie vyplýva zo stanov podielového fondu,
- investičný podnik musí prijať štatút podielového fondu spôsobom, ktorý opäť určia stanovou alebo spoločenskú zmluvu,
- vytvorenie podielového fondu musí schváliť príslušný štátny orgán, ktorý súčasne schvaľuje aj štatút podielového fondu.

Hospodárenie každého podielového fondu, ktorého spravuje investičný podnik, musí byť oddelené od hospodárenia ostatných podielových fondov.

⁸⁵ V roku 2000 vlastnilo v USA 40 % domácností tieto produkty oproti 25 % z roku 1990. Kríza preniká sektorom investičných fondov. Finančný efekt. Bratislava, Hospodárske noviny 25.01.2002, s. 4.

⁸⁶ Pre určené formy investovania a spravovania zverených prostriedkov sú stanovené pravidlá pre podiel jedného emitenta v portfóliu. Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov.

⁸⁷ Horniaková, L.: Cenné papiere a finančný trh. Bratislava, Vydavateľské oddelenie Právnickej fakulty UK 1995, s. 24.

⁸⁸ Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov.

⁸⁹ Slovenská Asociácia Správcovkých Spoločností (SASS). Založili ju najvýznamnejšie podniky pôsobiace v oblasti kolektívneho investovania na Slovensku v roku 1998.

⁹⁰ Má sústavu takýchto predpisov: Stanovy SASS, Kódex člena SASS, Metodika na klasifikáciu podielových fondov, Pravidlá na určenie hodnoty cenných papierov v majetku v podielovom fonde, Pravidlá pre výpočet a prezentáciu výkonnosti fondov.

⁹¹ FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) Európske združenie investičných spoločností a fondov predstavuje zastrešujúcu organizáciu pre Európske organizácie pôsobiace v oblasti s podielovými fondmi (The Investment Funds Industry), kde členmi sú členské štáty EÚ a Švajčiarsko.

⁹² Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov.

Výkonnosť fondov

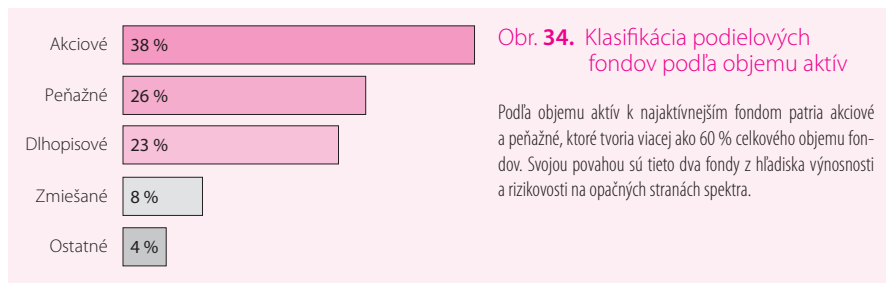
Pravidlá pre výpočet a prezentáciu výkonnosti fondov sú zakotvené v smerniciach štátnej správy a stanovené smernicami Slovenskej asociácie správcovských spoločností.⁹³ Sú v nich obsiahnuté spôsoby prezentácie podielových fondov, a údaje, ktoré je nutné uvádzať, aby jednotlivé parametre za podielové fondy boli zrozumiteľné, prehľadné a porovnateľné vzájomne. Zároveň sú stanovené pravidlá výpočtu a zverejňovania údajov a vedenia agendy fondov.

Podľa nakladania s podielovými listami sa rozoznávajú dva základné druhy podielových fondov:

- Otvorené podielové fondy – investičný podnik vydáva podielové listy bez obmedzenia počtu vlastníkov podielových listov. Vlastník podielového listu má právo na spätný predaj podielového listu na ťarchu majetku v podielovom fonde. Investičný podnik vopred stanovuje hodnotu spätného nákupu. Tá závisí od výšky obchodného imania fondu. Vlastník môže predať svoj podielový list aj tretej osobe.
- Uzatvorené podielové fondy – počet vydávaných podielových listov je obmedzený a vopred určený. Po predaní určeného počtu podielových listov investičný podnik fond uzavrie. Vlastník počas obdobia uzavretia fondu nemá právo na spätný predaj podielového listu investičnému podniku. Podielové listy však môže predať tretej osobe, alebo na sekundárnom trhu, kde sa kurz podielového listu neurčuje hodnotou majetku fondu, ale pôsobením ponuky podielových listov a dopytu po nich.

Pre všetky fondy je stanovená povinnosť vyplatenia podielových listov alebo podielov na základe predloženia požiadaviek vlastníka týchto listov a dodržania zmluvných podmienok. Tento proces sa volá redemácia.

Investičné fondy podľa schopnosti vytvárať vhodné portfólio sa zameriavajú na určitú časť cenných papierov alebo trhu, aby dosiahli zhodnotenie prostriedkov. Vo svete sú delené fondy podľa stanovených kritérií, aby v jednom fonde, kde prevládajú dlhopisy, bolo stanovené maximálne prípustné množstvo akcií a v akciových fondoch minimálne množstvo akcií pre tú ktorú kategóriu fondu. Podľa krajiny, kde sú fondy populárne spôsoby kolektívneho investovania, sa fondy rôzne klasifikujú a to podľa odvetví, meny a podľa rastu alebo príjmov.



Existuje hrubé (päť skupín) klasifikovanie podielových fondov, ktoré vychádza z triedenia podielových fondov podľa Európskej asociácie fondov pre kolektívne investovanie.⁹⁴ Na obr. 34 je rozdelenie týchto fondov podľa objemu spravovaných aktív.

⁹³ Pravidlá pre výpočet a prezentáciu výkonnosti fondov SASS. Slovenská asociácia správcovských spoločností. Dostupné na <http://www.ass.sk>.

⁹⁴ Rozdelenie podľa údajov sledovaných Európskym združením investičných spoločností a fondov (FEFSI – Federation Europeenne Des Fonds Et Societes D'Investissement) za rok 2003, 2. kvartál – FEFSI 2004.

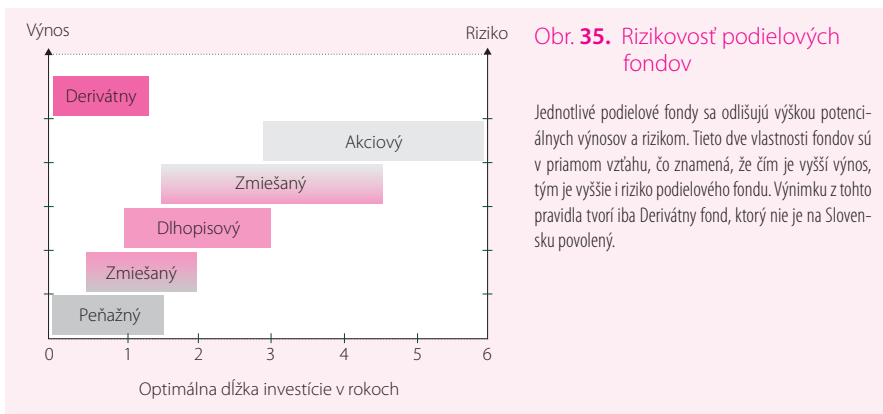
Druhy Investičných fondov

Investičné fondy možno rozdeliť na základe rizika a výnosu do nasledujúcich základných skupín:

- Peňažné fondy.
- Dlhopisové fondy.
- Akciové fondy.
- Zmiešané fondy (kombinácie predchádzajúcich fondov).
- Fondy fondov.
- Derivátne fondy (nepovolené na Slovensku).

V rámci jednotlivých skupín sa potom rozdeľujú podľa trhu, odvetvia ale aj odboru či sektoru do ktorého sú investované prostriedky. Pri zmiešaných fondoch dochádza k vzájomnej kombinácii základných skupín v stanovenom pomere podľa zámeru fondu a úrovne rizika. Na obr. 35 je zobrazené riziko a výnosnosť podielových fondov podľa druhu fondu.

- Peňažné fondy sú postavené na investovaní do krátkodobých cenných papierov (štátne pokladničné poukážky, depozitné certifikáty, úložky, komerčné papiere a pod.). Podľa použitých cenných papierov je stanovené riziko a to od najmenej rizikových štátnych papierov, cez komunálne po podnikové. Úroveň výnosov sa odvíja od úrokových sadzieb týchto cenných nástrojov na trhu, pričom ich hodnota sa blíži ku klasickým bankovým depozitom. Vlastnosti tohto fondu sú:



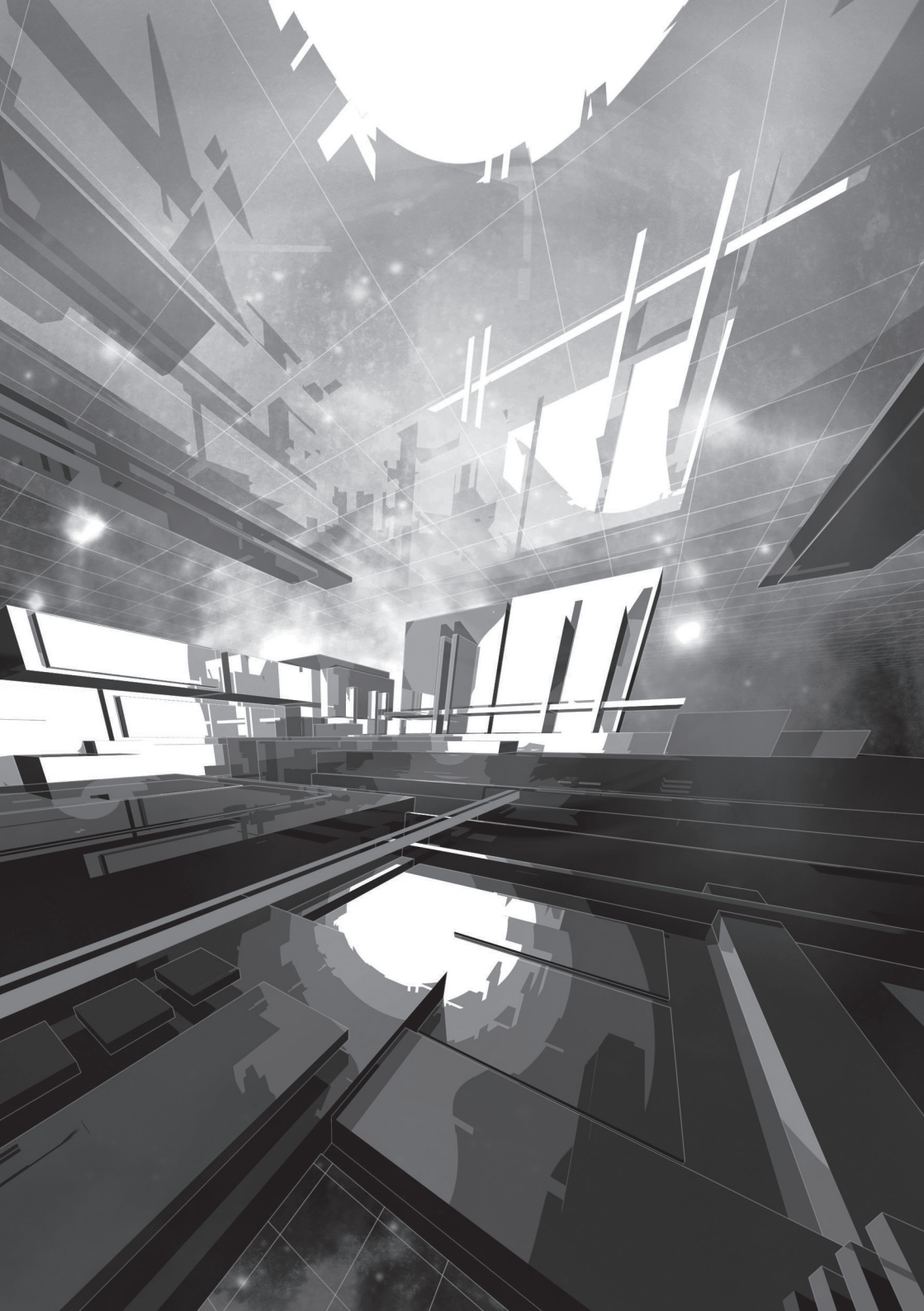
- mimoriadny stabilný výnos,
- vysoká likvidita prostriedkov a predpoklad kedykoľvek ich vybrať,
- nízke riziko fondu,
- predpokladaný investičný horizont do 1 roku,
- sledovanie výkonov fondu v horizonte 3 – 6 mesiacov na odhadnutie výnosu.
- Dlhopisové fondy sú zostavené z cenných papierov v podobe dlhopisových nástrojov. Rôzne dlhopisy od štátnych po podnikové až po nebonitné (junk) dlhopisy, kde riziko rastie od štátnych dlhopisov po nekryté podnikové dlhopisy. Taktiež úroveň výnosov sa odvíja od výnosov dlhopisov a menových kurzov medzi menou v ktorej sú dlhopisy de-

nominované a menou v ktorej vykazujú výnosy fondy. Základná charakteristika týchto fondov je:

- väčšie výkyvy v úrovni výnosov z dôvodu vplyvov štátu, banky, podnikov a ekonomických cyklov,
- úroveň likvidity prostriedkov je odvodená od rizikovosti dlhopisov,
- stredné riziko a jeho úroveň sa odvíja od stavu eminenta,
- väčšie množstvo rizikových faktorov za dlhšie časové obdobie,
- predpokladaný investičný horizont od 1 do 3 rokov,
- sledovanie výkonov fondu v horizonte 1 – 3 roky na odhadnutie výnosu, pričom podľa zloženia portfólia fondu s nárastom rizikovosti je potrebné predĺžiť sledovanie výkonnosti fondu.
- Akciové fondy sú založené na akciách podnikov od úzkeho výberu odvetvia cez národný až po medzinárodný trh. Vplyv ma aj mena v ktorej sú denominované. Výnosy sa odvíjajú od podnikových výsledkov, pričom sú dve základné skupiny: skupina zameraná na cenu akcií a jej rast či pokles a skupina zameraná na výšku dividend vychádzajúcu z dividendovej politiky podnikov. Základné vlastnosti fondu sú tieto:
 - vysoké výkyvy vo výnosoch fondov z dôvodu ekonomických cyklov a výkonnosti podnikov,
 - najväčšie výnosy alebo straty,
 - najvyššie riziko, ktoré sa znižuje časovým horizontom a rozložením portfólia,
 - výrazné rozdiely vo výkonoch fondov z dôvodu orientácie na špecifický sektor, odvetvie, krajinu,
 - horizont investovania na dlhšie časové obdobie od 3 rokov a vyššie,
 - potreba sledovania výkonnosti fondu od 3 – 10 rokov, pričom pri rizikovejšom zameraní portfólia je nutné hodnotiť výkonnosť fondu za čo najdlhšie obdobie.
- Zmiešané fondy sú založené na základe princípu rozdelenia rizika medzi viacej finančných nástrojov a cenné papiere. V podstate tu dochádza k spojeniu finančných nástrojov (derivátov, mien, štátnych pokladničných poukážok), dlhopisov, akcií do určitého pomeru, pričom ktorý typ fondu (peňažný, akciový a dlhopisový) prevláda, prevláda aj úroveň jeho rizika.
- Fondy fondov sú založené na investovaní do jednotlivých skupín fondov. Podľa prevládajúcej skupiny fondov sa preberá riziko a výška výnosov. To znamená, že ak sa jedná o fondy peňažných fondov, tak preberajú charakteristiku peňažných fondov, ale riziko je rozložené pri výbere v rôznych menách a na rôznych národných alebo medzinárodných teritóriách. Podobne to platí pre fondy dlhopisových, akciových a derivátových fondov. Pri zmiešaných fondoch fondov sa riziko pri vhodnom výbere ďalej znižuje, ale môže sa aj znásobiť.
- Derivátne fondy využívajú deriváty z finančného trhu v podobe kurzových rozdielov, úverov a rôznych burzových indexov. Preberajú všetky vlastnosti derivátov s ich vysokou fluktuáciou a rýchlymi zmenami v podobe vysokého rizika a vysokých výnosov. Na Slovensku nie sú povolené.

Pre hodnotenie výkonnosti jednotlivých fondov je nutné okrem výkonnosti portfólia fondu nutné sledovať aj meno podniku, meno manažérov, ale aj perspektívu investičného podniku.

Na Slovensku sú podľa Asociácie správcovsých spoločností delené fondy do spomenutých hlavných skupín mimo derivátových fondov. Pre Slovensko to znamená, že proces kolektívneho investovania ešte musí prejsť dlhou cestou aby sa priblížil európskemu modelu a zároveň prevzal to dobré z anglosaského prostredia.



Príloha 3

Výpočet výkonnosti podielových fondov

Na výpočet absolútnej výkonnosti fondu alebo zhodnotenia pre podielníka sa použije vzorec (1). Pre časové obdobia nad jeden rok sa absolútna výkonnosť analizuje podľa vzorca (2) a za vypočítaný výsledok doplniť symbol „p.a.“.

(1)

$$R = \prod_{i=0}^n \frac{NAV_{i+1}}{NAV_i - D_i} - 1$$

(2)

$$R_{p.a.} = (1 + R)^{365/d} - 1$$

kde:

NAV_i – hodnota NAV na jeden podiel alebo akciu platná v posledný deň nároku na dividendu (ešte neznižená o dividendu), kde NAV_0 je NAV na začiatku obdobia a NAV_{n+1} je NAV na konci obdobia,

D_i – výška dividendy na jeden podiel alebo akciu, pričom

$D_0 = 0$,

R – absolútna výkonnosť fondu alebo zhodnotenie pre podielníka počas daného časového obdobia,

d – počet dní časového obdobia,

n – počet dividend v danom časovom období, D_0 je 0,

i – poradové číslo (index) dividendy,

$R_{p.a.}$ – analizovaná výkonnosť fondu alebo zhodnotenie pre podielníka, uvádza sa len pre obdobia dlhšie ako 1 rok.

Pri výpočte výkonnosti fondu sa používa hodnota NAV na jeden podiel alebo akciu a výška dividend na jeden podiel alebo akciu. Hodnota NAV alebo výška dividendy na jeden podiel alebo akciu musí byť platná k tomu dňu (alebo týždňu), ku ktorému sa pri výpočte výkonnosti priraduje. Pri výpočte výkonnosti fondu sa použije výška dividendy pred zdanením, pri výpočte zhodnotenia pre podielníka alebo akcionára sa použije výška dividendy po zdanení. Pre výpočet zhodnotenia pre podielníka alebo akcionára sa musia použiť hodnoty NAV na jeden podiel alebo akciu zahŕňajúce aj poplatky súvisiace s vydaním a vrátením podielového listu alebo akcie tohto podielníka.

Na výpočet benchmarkov⁹⁵ a ich výkonnosti patria nasledujúce kroky:

- Ak benchmark pozostáva z jedného trhového indexu v mene SKK, používa sa vzorec (3).

(3)

$$B_T = I_T / I_{T_0} \quad \text{keď } T \geq T_0$$

⁹⁵ Benchmark kritérium je v širšom zmysle akýkoľvek ukazovateľ, s ktorým sa porovnávajú výsledky na úrovni podnikov podobnej veľkosti, daného odvetvia, regiónu, krajiny resp. EÚ.

- Ak benchmark pozostáva z jedného trhového indexu v mene inej ako SKK, pre benchmark je vhodný vzorec (4).

(4)

$$B_T = (I_T / I_{T_0}) * (FX_T / FX_{T_0}) \quad \text{keď } T \geq T_0$$

- Ak benchmark pozostáva z niekoľkých trhových indexov, pre benchmark je platný vzorec (5).

(5)

$$B_T = \sum_{i=1}^n B_{T-1} * w_i * (I_T / I_{T-1}^i) * (FX_T^i / FX_{T-1}^i)$$

$$B_{T_0} = 1$$

- Ak je benchmark kalkulovaný z časového radu úrokových sadziieb, používa sa vzorec (6). Pri výpočte sa používa reinvestovanie úrokových výnosov v periodicite príslušného obdobia. Hodnota príslušnej úrokovej sadzby sa pri výpočte benchmarku znižuje:

- výšku aktuálnej osobitnej sadzby dane z príjmov plynúcich fyzickým osobám (nepodnikateľom) z výnosov z vkladov na vkladných knižkách a úrokov z bežného účtu,
- výšku aktuálnej sadzby povinných minimálnych rezerv bánk v NBS.

(6)

$$B_{T+1} = B_T + \frac{X * [1 + i_T * (T_M - T) / 365]}{[1 + i_{T+1} * (T_M - (T+1)) / 365]} - X$$

Benchmark kalkulovaný z časového radu úrokových sadziieb je treba označiť názvom, z ktorého je zjavné, aká všeobecne používaná referenčná úroková sadzba bola na jeho výpočet použitá.

Pre výpočet výkonnosti benchmarku v období medzi dvoma dňami sa používa vzorec (7).

(7)

$$R(T_0, T_1) = \frac{B_{T_1}}{B_{T_0}} - 1$$

kde pre vzorce (3) až (7):

T – deň T (dátum),

B_T – hodnota benchmarku v deň T ,

I_T – hodnota indexu v deň T ,

FX_T – kurz zahraničnej meny voči SKK v deň T ,

w_i – váha i -teho indexu v deň T , pričom $\sum_{i=1}^n w_i = 1$,

I_T^i – hodnota i -teho indexu v deň T ,

FX_T^i – kurz meny i -teho indexu v deň T ,

X – hodnota benchmarku na začiatku príslušného obdobia,

T_M – deň maturity príslušného obdobia,

i – všeobecne používaná referenčná úroková sadzba na príslušné obdobie,

$R(T_0, T_1)$ – výkonnosť v období medzi dňami T_0 a T_1 .

Prezentácia výkonov fondov je pod drobnohľadom politikov a legislatívy a v rámci EÚ. Pre zabezpečenie voľného pohybu kapitálu sa presadzujú jednotné predpisy a meranie.

Druhy finančných trhov

Základné rozdelenie finančného trhu na sprostredkovateľský trh a na trh cenných papierov je výsledkom analýzy finančných trhov uprednostňujúcej hľadisko finančného systému v ekonomike. Komplexný prístup k otázkam finančných trhov si však vyžaduje pri charakteristike ich významu a funkcií v ekonomike uplatniť ďalšie kritériá. Za najdôležitejšie kritéria uplatňované pri členení finančných trhov sa považujú:

- subjekty, medzi ktorými sa uskutočňujú obchody,
- doba splatnosti obchodov,
- používané finančné nástroje.

Podľa uvedených kritérií uplatňovaných pri kategorizácii finančného trhu na národnej úrovni je potom možné rozoznávať tri základné druhy finančného trhu:

- peňažný,
- kapitálový,
- úverový.

V súvislosti s uvedeným členením sa v literatúre často uvádza členenie finančného trhu len na peňažný a kapitálový, pričom okruh týkajúci sa úverov býva zaraďovaný v závislosti od doby splatnosti buď do obchodov súvisiacich s peňažným trhom alebo kapitálovým trhom. Z dôvodu lepšej prehľadnosti je v tomto prípade úverový trh považovaný za samostatný segment finančného trhu. Tento prístup sa spája predovšetkým s hľadiskom členenia finančného trhu podľa jednotlivých finančných nástrojov. Na základe uplatnenia kritéria finančných nástrojov je potom možné rozoznávať pri členení finančného trhu trh cenných papierov, úverový trh a devízový trh.

Okrem doteraz uvedených členení je často používané delenie finančného trhu aj na promptný a termínový. Na promptnom trhu sa obchoduje s finančnými nástrojmi s okamžitým vyrovnaním (doručením), t. j. do 2 dní. Na termínovom trhu sa dojednávajú kontrakty, ktorých plnenie sa uskutoční až v budúcnosti. Ako príklad finančných inštrumentov, ktoré sa využívajú na termínovanom trhu je možné uviesť forwardy, financial futures, swapy.⁹⁶ S termínovým trhom úzko súvisí aj opčný trh. Na opčnom trhu sa obchoduje s finančnými nástrojmi so zámerom zníženia rizika nepriaznivých zmien cien cenných papierov.

Z teritoriálneho hľadiska je možné rozčleniť finančný trh na národný a medzinárodný.

Veľmi častým princípom uplatňovaným pri členení finančného trhu je aj vecné hľadisko. Podľa spomínaného kritéria sa finančný trh delí na:

- peňažný trh,
- kapitálový trh,
- devízový trh,
- trh zlata a drahých kovov,
- poisťný trh.

Členenie domáceho finančného trhu na peňažný, kapitálový a úverový je zároveň považované aj za východisko pri analýze problematiky finančného trhu. V tejto súvislosti je potrebné bližšie viesť najdôležitejšie špecifiká jednotlivých segmentov finančných trhov pri uplatnení vecného hľadiska členenia.

⁹⁶ Táto problematika je podrobnejšie uvedená v kapitole Nástroje zmiernovania vplyvov rizika na finančnú situáciu podniku.

Peňažný trh

Peňažný trh je možné definovať ako systém inštitúcií a nástrojov, ktoré zabezpečujú pohyb krátkodobých finančných zdrojov (so splatnosťou do 1 roka) na dlhovom princípe (úverovom) medzi bankami, bankami a centrálnou bankou ako aj ďalšími finančnými inštitúciami a veľkými nefinančnými korporáciami. Dôležitým účastníkom pôsobiacim na finančnom trhu je aj štát, ktorý emituje tzv. štátne pokladničné poukážky. Tento krátkodobý finančný nástroj má významné postavenie na finančnom trhu.

Peňažný trh je charakteristický tým, že nie je sústredený na jedno miesto, ale je tvorený jednotlivými subjektmi, ktoré sú spojené prostredníctvom moderných komunikačných technológií.

Dominantnú úlohu na peňažnom trhu majú banky, finančné inštitúcie a centrálna banka. Jednotlivé finančné nástroje, s ktorými sa obchoduje na peňažnom trhu, sú štandardizované. Banky vstupujú na peňažný trh predovšetkým z dôvodu riadenia likvidity. Majú tak možnosť obchodovať na peňažnom trhu medzi sebou alebo s centrálnou bankou. Tieto obchody sú uskutočňované nielen v národnej mene, ale aj v zahraničných menách z dôvodu vyrovnávania tzv. devizových pozícií. V tejto súvislosti býva často s problematikou peňažného trhu spájaná aj oblasť finančných transakcií uskutočňovaných na devizovom trhu. Spomínaná oblasť je považovaná za samostatnú problematiku, ktorá súvisí s teritoriálnym členením finančného trhu na domáci a medzinárodný.

Na peňažnom trhu sú používané rôzne druhy finančných nástrojov. V tejto súvislosti je potrebné zdôrazniť, že uvedené finančné nástroje sa často využívajú nielen pri zabezpečovaní operatívnej likvidity, ale z pohľadu centrálnej banky aj pri zabezpečovaní cieľov menovej politiky. Medzi takéto finančné instrumenty je možné zaradiť repoobchody nazývané ako dohody o spätnej kúpe alebo spätnom predaji uskutočňované medzi centrálnou bankou a jednotlivými bankami.

Dohoda o spätnej kúpe má z pohľadu banky charakter prijatého úveru (dlhu). Na základe tejto dohody predáva banka na pevne stanovenú dobu štátne cenné papiere zo svojho portfólia centrálnej banky. Centrálna banka vychádzajúc z hodnoty cenného papiera a zmluvnej úrokovej sadzby vypočíta celkovú hodnotu čiastky, ktorú prevedie na účet predávajúceho. V čase splatnosti odkúpi pôvodný vlastník predaný cenný papier späť za vyššiu hodnotu. Rozdiel medzi cenou spätnej kúpy a cenou, za ktorú bol cenný papier predaný, predstavuje pre pôvodného vlastníka náklad (úrok) za finančné prostriedky, ktoré mu poskytla centrálna banka. V tejto súvislosti sa často hovorí aj, že banky získavajú na základe repoobchodov uvedeného typu dodatočnú likviditu.

Dohoda o spätnom predaji má z pohľadu banky charakter poskytnutého úveru (pohľadávky). Centrálna banka používa repoobchody tohto typu predovšetkým v prípade nadbytočného množstva peňazí v bankovom sektore. V tomto prípade sa hovorí aj o tzv. sterilizačných repotendroch. Pri repoobchodoch uvedeného typu banky kupujú od centrálnej banky už emitované štátne cenné papiere na pevne stanovenú dobu. Po uplynutí uvedenej doby ich späť predajú centrálnej banke, pričom na konci tejto transakcie, t. j. v momente spätného predaja získavajú hodnotu, ktorá je väčšia ako pôvodne zaplatená hodnota pri kúpe cenného papiera z portfólia centrálnej banky. Tento kladný rozdiel po uskutočnení spätného predaja predstavuje pre banky výnosové úroky.

Okrem repoobchodov sa na peňažnom trhu možno stretnúť aj s tzv. lombardným úverom. Lombardný úver je krátkodobý úver, ktorý je zaistený hnuťelnými vecami, najčastejšie cennými papiermi alebo drahými kovmi. V súčasnosti je lombardný úver považovaný za ná-

stroj, ktorý používa centrálna banka predovšetkým v súvislosti s poskytovaním krátkodobých úverov zaistených cennými papiermi pri riešení problematiky krátkodobej likvidity bankového sektora. Úroky vyplývajúce z čerpania spomínaného druhu úveru sa určujú na základe lombardnej úrokovej sadzby vyhlásenej centrálnou bankou.

Na peňažnom trhu sa môžu využívať aj poukážky centrálnej banky. Prostredníctvom emisie uvedených cenných papierov môže centrálna banka sťahovať nadbytočné množstvo peňazí v bankovom sektore (prebytočnú likviditu).

Na obchodoch uskutočňovaných na domácich peňažných trhoch v jednotlivých krajinách majú často rozhodujúci podiel vzájomné nezaistené medzibankové pôžičky. Tento segment peňažného trhu je nazývaný aj ako trh krátkodobých medzibankových depozít.

Na peňažnom trhu sa obchoduje nielen s bankovými finančnými nástrojmi, ale aj s finančnými nástrojmi ostatných sektorov v ekonomike. Z hľadiska podstaty finančných nástrojov využívaných na finančnom trhu je možné rozčleniť peňažný trh na:⁹⁷

- medzibankový trh,
- diskontný trh,
- trh s depozitnými certifikátmi,
- trh s cennými papiermi miestnych správnych celkov,
- medzi podnikový trh.

V súčasnosti sa na peňažných trhoch čoraz viac obchoduje aj s novými finančnými nástrojmi – tzv. krátkodobými finančnými derivátmi. Typickým predstaviteľom finančného nástroja spomínaného typu sú tzv. dohody o budúcej úrokovej sadzbe.⁹⁸

Kapitálový trh

Kapitálový trh je možné definovať ako systém inštitúcií a nástrojov, ktoré zabezpečujú pohyb strednodobých a dlhodobých voľných finančných zdrojov medzi jednotlivými ekonomickými subjektmi prostredníctvom rôznych foriem finančných nástrojov. Kapitálový trh je na rozdiel od peňažného trhu miestom sprostredkovania prostredníctvom finančných nástrojov s dlhšou splatnosťou alebo nástrojov, pri ktorých splatnosť nie je určená. V prvom prípade ide o dlhové cenné papiere, najmä dlhopisy a v druhom o majetkové cenné papiere, predovšetkým akcie. Na slovenskom kapitálovom trhu sa obchoduje najmä so štátnymi dlhopismi.

Veľmi dôležitým kritériom pre členenie kapitálového trhu je to, či sa obchod s daným finančným nástrojom uskutočňuje po prvýkrát alebo ide o obchod s už emitovaným finančným nástrojom (cenným papierom). Podľa tohto hľadiska sú kapitálové trhy členené na:

1. Primárne kapitálové trhy, na ktorých získava emitent alebo príjemca úveru kapitál a zároveň sa zaväzuje splniť svoj záväzok. Charakter záväzku je určený druhom finančného nástroja. Rozhodujúce je predovšetkým to, či má finančný nástroj charakter majetkového alebo úverového (dlhového) cenného papiera. Protistranou príjemcu finančných prostriedkov (subjektu s potrebou financovania) je investor, ktorý poskytuje svoje voľné zdroje – kapitál. Finančné operácie spojené s procesom alokácie voľných finančných zdrojov do nových emisií cenných papierov deficitných subjektov tvoria podstatu emisných obchodov.

⁹⁷ Chovancová, B. – Jankovská, A. – Kotlebová, J. – Šturc, B.: Finančný trh. Nástroje, transakcie, inštitúcie. 2. prepracované vydanie. Bratislava, Eurounion 2002, s. 74.

⁹⁸ FRA – Forward Rate Agreements.

Organizáciu umiestnenia emisie môže uskutočňovať emitent sám alebo využíva služby investičných sprostredkovateľov – napr. prostredníctvom univerzálnej banky. Na základe tejto skutočnosti sú rozoznávané dva druhy emisných obchodov:

- Vlastná emisia. V prípade vlastnej emisie si emitent všetky prípravné práce, oceňovanie, vydanie a umiestňovanie emisie zabezpečuje prostredníctvom vlastných pracovníkov, čím usporí značné finančné prostriedky na províziách, ktoré by zaplatil sprostredkovateľom.
 - Cudzia emisia. Vzhľadom na vysokú odbornosť uvedených prác a na potrebu dôkladnej znalosti investičného prostredia sú obvyklejšou formou emisných obchodov tzv. cudzie emisie realizované investičnými sprostredkovateľmi. Táto forma organizácie emisie cenných papierov je zvyčajne aj lepšou zárukou pre jej umiestnenie na trhu cenných papierov. Cudzia emisia sa môže uskutočniť viacerými spôsobmi. Z praxe sú známe tieto druhy cudzích emisných obchodov:
 - Pri ručiteľskom emisnom obchode emitent získa finančné prostriedky predajom emisie sprostredkovateľovi, ktorý nesie riziko za úspešnosť jej umiestnenia. V prípade úspešného umiestnenia na trhu získa sprostredkovateľ finančné prostriedky, ktorých celková hodnota sa rovná rozdielu medzi predajnou cenou na trhu a nákupnou cenou od emitenta.
 - Podstata komisionárskeho emisného obchodu spočíva v tom, že sprostredkovateľ predáva emisiu vlastným menom na cudzí účet na báze tzv. „Best Efforts“ (najlepšieho úsilia). Sprostredkovateľ predaja emisie nemá záruku za predaj novej emisie, predajové riziko znáša emitent.
 - Emisný predaj je spôsob umiestnenia emisie sprostredkovateľom, ktorý zabezpečuje predaj emisie za emisný kurz v cudzom mene a na cudzí účet. Za poskytnuté služby získava províziu. Predajové riziko v tomto prípade nesie emitent.
- Z pohľadu emitenta je dôležitým hľadiskom spôsob umiestnenia emisie cenných papierov. Jednotlivé emisie cenných papierov sa môžu uskutočňovať dvomi spôsobmi:

- Pri verejnej emisii (Public Placement) sú cenné papiere umiestňované na verejných (organizovaných) trhoch a sú tak prístupné širšej verejnosti. Verejné emisie podliehajú štátnej regulácii a emitenti sú povinní zverejňovať požadované informácie v štandardizovanom prospekte emitenta. Cenné papiere emitované verejnou emisiou sa obchodujú na burzách, preto musí emitent požiadať burzu o kotáciu. Z uvedeného opisu je zjavné, že realizácia verejnej emisie sa spája s vysokými finančnými nákladmi. Špecifickým prípadom verejných emisii sú emisie akcií realizované akciovou spoločnosťou na verejných trhoch po prvýkrát. Tieto emisie sú nazývané aj ako „počiatočná verejná ponuka“, resp. „Initial Public Offering“ (IPO). Týmto aktom sa súkromné akciové spoločnosti stávajú verejnými akciovými spoločnosťami. Uvedený proces je známy aj pod názvom „Going Public“.
- Súkromná emisia cenných papierov (Private Placement) sa uskutočňuje hlavne v prípade, ak je emisia cenných papierov ponúkaná len špeciálnej skupine investorov, ktorí uplatňujú profesionálne investičné metódy v svojej činnosti zamerané predovšetkým na správu finančného majetku veľkého rozsahu. Uvedené ekonomické subjekty sú známe aj pod názvom inštitucionálni investori.⁹⁹ Príkladom súkromnej emisie môže byť aj nová emisia akcií, realizovaná prostredníctvom predkupného práva na novoemitované akcie. Príčinou uvedeného postupu je zabezpečenie práva súčasným akcionárom na nezmenšený podiel účasti na základnom imaní emitenta (akciovej spoločnosti).

⁹⁹ Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Praha, Ekopres 2002, s. 359.

Investor v prípade nákupu novej emisie prostredníctvom súkromnej emisie obyčajne veľmi dobre pozná finančnú situáciu emitenta, ktorá je zároveň základným kritériom pre jeho investičné rozhodnutie. Táto skutočnosť je potom vysvetlením, prečo investori nepožadujú, aby bola nová emisia verejne obchodovateľná. Pri súkromnej emisii zároveň investor predpokladá, že si ponechá nakúpené cenné papiere emitenta v svojom portfóliu počas celej doby ich životnosti. V súvislosti s problematikou verejných a súkromných emisií je potrebné uviesť, že vzájomný pomer verejných a súkromných emisií cenných papierov je dôležitou charakteristikou finančného trhu.

2. Sekundárne kapitálové trhy. Na sekundárnom trhu sa obchoduje so skôr emitovanými finančnými nástrojmi. Investori kúpou existujúcich finančných nástrojov, emitovaných v minulosti, získavajú práva vyplývajúce z vlastníctva finančného nástroja (cenného papiera). Tieto operácie sa bezprostredne nedotýkajú emitentov. Význam sekundárnych kapitálových trhov je najmä v tom, že:

- umožňujú investorom získať v prípade potreby investovaný kapitál pred zmluvne stanovenou splatnosťou, čím sa zvyšuje likvidita na finančnom trhu,
- umožňujú na základe dopytu a ponuky stanoviť trhovú cenu daného finančného nástroja,
- umožňujú investorom umiestniť ich voľné finančné zdroje.

Hlavným cieľom vstupu investorov na kapitálový trh (v porovnaní s peňažným trhom) je dosiahnuť vyššie zhodnotenie. V tejto súvislosti platí dôležitý predpoklad, že s rastúcou dĺžkou splatnosti investovaných voľných finančných zdrojov dosiahne investor aj vyšší výnos vzhľadom na vyššie riziko, ktoré vyplýva z dlhšej viazanosti voľných zdrojov pri investovaní na kapitálovom trhu.

Obchody uskutočňované na sekundárnom kapitálovom trhu môžu byť realizované prostredníctvom:

- burzy cenných papierov,
- mimoburzového trhu (OTC).

Burza cenných papierov je najorganizovanejšou formou obchodovania s cennými papiermi, ktoré podlieha prísnyh pravidlám. Obchody na burze môžu uskutočňovať len burzou schválení obchodníci. Burza cenných papierov má svoje inštitúcie, ktoré rozhodujú o prijatí finančného nástroja na burzový trh ako aj o určení jeho kvalitatívnych parametrov, podľa ktorých sa rozhoduje, či sa daný cenný papier bude obchodovať na tzv. trhu kótovaných cenných papierov alebo nekótovaných cenných papierov.

K najdôležitejším ukazovateľom, na základe ktorých možno zaradiť kapitálový trh medzi vyspelé kapitálové trhy alebo emerging markets – novovznikajúce trhy, patria ukazovatele pomeru cien a výnosov, počet kótovaných podnikov na burze, trhovú kapitalizácia, objem obchodov, miera likvidity. V tomto prípade platí, čím vyššie hodnoty, tým vyspelejšie trhy. Prehľad vybraných európskych búrz a ich charakteristík ponúka obr. 36.¹⁰⁰

Z porovnania základných ukazovateľov jednotlivých búrz je badateľné zaostávanie slovenskej burzy v mnohých ukazovateľoch. Burza cenných papierov v Bratislave (BCPB) sa snaží vytvárať dôveryhodný priestor, v ktorom by mal investor dostatok presných a aktuálnych informácií o cenných papieroch, ako aj o vývoji a výsledkoch obchodovania. Vývoj cien akcií na parkete BCPB je reprezentovaný Slovenským akciovým indexom (SAX).

¹⁰⁰ Federation of European Stock Exchanges (FESE).

Burzy	Trhová kapitalizácia akcií	Obrat akcií	Obrat dlhopisov*	Počet podnikov
	(v mld. eur)			
Aténska	84,55	65,01	0,08	340
Bratislavská	2,20	1,18	51,66	366
Budapešťianska	13,23	14,46	2,24	51
Kodaňská	93,70	112,09	1 851,08	195
Cyperská	3,81	0,53	0,01	152
Nemecká	855,45	2 279,80	801,18	866
Euronext	1 646,18	3 330,45	46,92	n.a.
Helsinská	135,00	291,29	0,08	145
Islandská	7,36	12,64	24,58	48
Írska burza	67,44	77,52	74,47	66
Talianska	487,45	1 443,41	297,75	279
Lotyšská	2,78	0,32	0,80	45
Lublňanská	5,66	1,25	0,96	n.a.
Londýnska	1 923,17	6 348,24	3 827,35	2 692
Luxemburská	29,60	0,47	0,76	242
Maltská	1,47	0,06	0,24	14
Oslo Bors	75,78	136,86	238,22	180
Pražská	12,29	14,94	67,12	38
Španielska	576,81	1 640,58	5 526,85	3 235
Štokholmská	229,35	538,65	2 194,16	282
SWX Swiss	576,46	79,47	315,47	419
Varšavská	29,35	17,55	2,66	189
Viedenská	44,81	19,61	1,02	125

* Obrat sa počíta ako súčet predaja a nákupu, teda dvojnásobok objemu obchodov. Euronext pokrýva burzy v Paríži, Amsterdame, Bruseli a Lisabone. Helsinská burza pokrýva trhy v Helsinkách, Talline a vo Vlniuise.

Obr. 36. Charakteristika finančného sprostredkovania v SR počas rokov 2002 – 2004

Inštitúcie kapitálového trhu v SR

Základné inštitúcie kapitálového trhu tvoria Burza cenných papierov v Bratislave, a.s. a Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s. Pôsobia ako organizátori trhu. Ako jediná burza na slovenskom kapitálovom trhu pôsobí Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.¹⁰¹

Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s. (predtým Stredisko cenných papierov SR) vykonáva svoju činnosť v súlade so zákonom o cenných papieroch a investičných službách, t. j. eviduje zaknihované cenné papiere a imobilizované cenné papiere, eviduje ich vlastníkov na účtoch vlastníkov, prideluje, mení a ruší ISIN¹⁰², poskytuje služby členom centrálného depozitára.

¹⁰¹ Zo zákona č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov vystupuje ako organizátor verejného trhu s cennými papiermi, ktorý je oprávnený organizovať na určenom mieste a v určenom čase dopyt a ponuku cenných papierov a zabezpečovať iné činnosti súvisiace s činnosťou burzy podľa uvedeného zákona.

¹⁰² International Security Identification Number – Medzinárodné identifikačné číslo, ktoré je pridelené každému verejne obchodovateľnému cennému papieru. Skladá sa z písmového kódu štátu, v ktorom bol cenný papier vydaný a z číselného kódu.

NBS uskutočňuje dohľad nad kapitálovým trhom. Medzi inštitúcie kapitálového trhu sú zaraďované i záujmové združenia kapitálového trhu – Asociácia obchodníkov s cennými papiermi a Slovenská asociácia správcovských podnikov.¹⁰³

Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.

V súčasnosti pôsobí na slovenskom trhu už len jedna burza cenných papierov a to Burza cenných papierov v Bratislave, a.s. Na konci roku 2002 sa vzdala svojej licencie na organizovanie trhu Slovenská burza cenných papierov (bývalý RM-Systém Slovakia).¹⁰⁴

Centrálny depozitár cenných papierov, a.s.

Centrálny depozitár cenných papierov SR¹⁰⁵, a.s. získal povolenie na vykonávanie svojej činnosti v septembri roku 2003. Začiatkom roka 2004 prebiehali mnohé zmeny nevyhnutné na zabezpečenie bezproblémovej činnosti depozitára, ktorý vznikol prelicencovaním zo Strediska cenných papierov SR, a.s.

Začiatky vzniku Strediska cenných papierov, a.s. (SCP) spadajú do obdobia prvej vlny kupónovej privatizácie, ktorá sa uskutočnila vo federatívnom Československu v rokoch 1991 až 1992. Rozdrobením značnej časti štátneho majetku tisíckam minoritných akcionárov vznikla potreba centrálnej evidencie vlastníctva zaknihovaných cenných papierov.

¹⁰³ Asociácia obchodníkov s cennými papiermi vznikla v roku 1994 ako záujmové a samoregulačné združenie obchodníkov s cennými papiermi a Slovenská asociácia správcovských spoločností je zameraná na presadzovanie a ochranu spoločných záujmov členov asociácie, na koordináciu a reguláciu činnosti svojich členov.

¹⁰⁴ Slovenská burza cenných papierov, a.s. (SBCP) pôsobila od roku 1993 ako mimoburzový organizátor verejného trhu s cennými papiermi, predtým pod názvom RM-Systém Slovakia, a.s. (RMS). Po neúspešných rokoch RMS a BCPB o fúzii oboch organizátorov verejného trhu s cennými papiermi a v súlade s povinnosťou vyplývajúcou RMS z ustanovenia § 33 zákona o burze cenných papierov, požiadal RMS v lehote ustanovenej zákonom o burze cenných papierov úrad o udelenie povolenia na vznik burzy cenných papierov. Úrad udelil povolenie na vznik burzy cenných papierov s obchodným menom Slovenská burza cenných papierov, a.s. a schválil burzové pravidlá SBCP dňa 21. decembra 2001. Obchodovanie na SBCP začalo 14. januára 2002, pričom na voľnom trhu bolo zaradených 496 emisií cenných papierov. Základné imanie SBCP bolo 100 001 070 SKK a bolo rozdelené na 78 741 kusov zaknihovaných akcií na meno v menovitej hodnote 1 270 SKK. V zmysle Burzových pravidiel SBCP bolo možné obchodovať s cennými papiermi na trhu kótovaných cenných papierov a na voľnom trhu. Napokon úrad vydal na základe žiadosti SBCP dňa 27. novembra 2002 predchádzajúci súhlas na vrátenie povolenia na vznik burzy cenných papierov a k 31. decembru 2002 prestala vykonávať svoju činnosť. Je potrebné poznamenať, že RM-Systém a jeho nástupníca burza vyčerpali obchodné možnosti splatením emisie dlhopisov Fondu národného majetku. Aj napriek tomu, že RM-Systém vynikal nad konkurentom podnikateľskou dravosťou i snahou o neustále zdokonaľovanie, nedokázal sa na trhu užiť. Na Slovensku tak ostal jediný organizátor trhu Burza cenných papierov v Bratislave. Od roku 2003 môžu investori využívať aj mimoburzový trh a obchodovať medzi sebou s akciami či dlhopismi prostredníctvom Centrálného depozitára cenných papierov. Slovensko sa k tomuto režimu vrátilo po niekoľkých rokoch.

Burza môže organizovať aj termínové obchody, obchody s opciami a obdobnými investičnými nástrojmi a zabezpečovať s tým súvisiace činnosti podľa tohto zákona. Burza musí mať najmenej 10 zakladateľov a obchodné meno burzy musí obsahovať označenie „burza cenných papierov“. Je to akciová spoločnosť, pričom minimálne základné imanie je vo výške 100 mil. SKK. Akcie burzy znejú na meno, sú v zaknihovanej podobe. Burza nesmie vydávať prioritné akcie ani zastupnanecké akcie.

Burza cenných papierov v Bratislave, a.s. bola založená zakladateľskou zmluvou zo dňa 8. januára 1991 a vznikla zápisom do obchodného registra dňa 15. marca 1991. Komerčná činnosť BCPB sa začala 6. apríla 1993. V júni 2000 sa BCPB stala členom korešpondentom Európskej federácie búr – FESE. Burza cenných papierov bola aj v roku 2001 hlavným organizátorom spotového trhu na Slovensku. Vykonáva svoju činnosť na základe povolenia Úradu pre finančný trh a riadi sa burzovými pravidlami, pri ktorých tvorba sa vychádzalo zo skúseností fungujúcich európskych a svetových búr. V septembri 2001 požiadala BCPB o štatút asociovaného člena Federácie európskych búr a v máji 2002 sa ním stala. Na základe zákona č. 330/2000 Z. z. o burze cenných papierov bola BCPB povinná požiadať o zmenu povolenia na činnosť. Dňa 25. júna 2001 Úrad pre finančný trh vydal rozhodnutie o zmene povolenia na činnosť organizátora verejného trhu s cennými papiermi a zároveň schválil nové burzové pravidlá (účinné od 2. júla 2001). V súvislosti s prelicencovaním BCPB (v júli 2001) sa prijali nové burzové pravidlá a zmenila sa taktiež štruktúra burzových trhov. Pôvodný trh kótovaných cenných papierov sa od júla 2001 delí na tri segmenty – kótovaný hlavný trh, kótovaný paralelný trh a kótovaný nový trh. Trh registrovaných cenných papierov zanikol a ako alternatíva pre nekótované cenné papiere zostal len voľný trh.

¹⁰⁵ Centrálne depozitár cenných papierov SR, a.s. je národná číslovacia agentúra Slovenskej republiky a zároveň člen Asociácie národných číslovacích agentúr (ANNA – Association of National Numbering Agencies). V súlade s normou ISO 6166 priraduje kódy ISIN pre cenné papiere v SR. Zároveň vykonáva aj činnosti, súvisiace so zmenami a rušením týchto kódov.

Federálny parlament ustanovil centrálnu evidenciu o cenných papieroch¹⁰⁶, ktorý vstúpil do platnosti 2. decembra 1992. O pár dní neskôr založilo MF SR Stredisko cenných papierov SR Bratislava ako akciovú spoločnosť so 100-percentnou účasťou štátu. Základné imanie predstavovalo milión korún a bolo rozvrhnuté na desať akcií, znejúcich na meno s menovitou hodnotou 100 000 korún. Hlavnou činnosťou SCP bola evidencia zaknihovaných cenných papierov, zmeny ich vlastníkov a registrácia emitentov a emisií zaknihovaných cenných papierov. Svoje služby stredisko poskytovalo nielen vlastníkom cenných papierov, ale aj emitentom, obchodníkom s cennými papiermi, verejným trhom a orgánom štátnej správy.

V súčasnosti úlohu Stredisko cenných papierov SR, a. s. na trhu vykonáva Centrálny depozitár cenných papierov (CDCP).¹⁰⁷ Centrálny depozitár je akciovou spoločnosťou so sídlom na území Slovenskej republiky, ktorá vykonáva činnosti¹⁰⁸ uvedené v zákone.¹⁰⁹ Obchodné meno centrálného depozitára musí obsahovať označenie „centrálny depozitár cenných papierov“. Označenie „centrálny depozitár cenných papierov“ ani jeho preklady nesmie používať v obchodnom mene žiadna iná fyzická osoba alebo právnická osoba.¹¹⁰

Začiatok činnosti centrálného depozitára bol podmienený právoplatným povolením na vznik a činnosť od Úradu pre finančný trh a prijatie prvého člena.¹¹¹

Podnik RM-S Market¹¹² je historicky prvým členom centrálného depozitára, pričom pre jeho zákazníkov sprostredkováva nasledujúce služby: založenie, zrušenie a zmenu v registrácii cenných papierov, prevod, prechod a blokovanie cenných papierov, výber údajov z účtu vlastní-

¹⁰⁶ Zákon č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch v znení neskorších predpisov.

¹⁰⁷ Stredisko požiadalo Úrad pre finančný trh o povolenie na vznik a činnosť centrálného depozitára 20. septembra 2002.

¹⁰⁸ CDCP má v predmete svojej činnosti (§ 99 ods. 3 zákona o cenných papierov):

- evidenciu zaknihovaných cenných papierov a imobilizovaných cenných papierov v registroch emitentov, s výnimkou cenných papierov evidovaných v centrálnom registri krátkodobých cenných papierov vedenom Národnou bankou Slovenska,
- evidenciu vlastníkov zaknihovaných cenných papierov na účtoch vlastníkov a údajov o cenných papieroch na zákazníckych účtoch členov v rozsahu ustanovenom zákonom o cenných papieroch,
- evidenciu zmien na účtoch vlastníkov v rozsahu stanovenom zákonom o cenných papieroch a na zákazníckych účtoch členov,
- evidenciu údajov, ktoré sa týkajú zaknihovaných cenných papierov a imobilizovaných cenných papierov v rozsahu, ustanovenom zákonom o cenných papieroch,
- pridelovanie, zmeny a rušenie ISIN,
- poskytovanie služieb členom centrálného depozitára, emitentom cenných papierov, zahraničnej burze cenných papierov spojené s činnosťami podľa písmen
- a) až e) a podľa § 99 ods. 4 písm. a) a písm. f) zákona o cenných papieroch,
- zabezpečovanie a organizovanie systému pre technické spracovanie údajov vedenia evidencie podľa písm. a) až d) a podľa § 104 ods. 2 písm. a) až c),
- zabezpečovanie zúčtovania a vyrovnania burzových obchodov s investičnými nástrojmi na žiadosť zákazníka. Zabezpečovaním zúčtovania a vyrovnania obchodov sa rozumie organizovanie a prevádzkovanie systému zúčtovania a vyrovnania obchodov s investičnými nástrojmi pre aspoň troch účastníkov systému vyrovnania,
- vedenie zoznamov akcionárov pri listinných akciách na meno,
- evidencia ďalších údajov, ak to ustanovuje zákon o cenných papieroch alebo iný zákon.

¹⁰⁹ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách na základe povolenia, udeleného Úradom pre finančný trh. Povolením na vykonávanie činnosti centrálného depozitára sa za podmienok ustanovených týmto zákonom povoľuje vznik centrálného depozitára a vykonávanie činnosti centrálného depozitára v rozsahu vymedzenom v tomto povolení. Iná osoba ako centrálny depozitár nesmie bez povolenia úradu vykonávať činnosti centrálného depozitára, ak zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách alebo iný osobitný zákon neustanovuje inak.

¹¹⁰ Právny rámec pre činnosť centrálného depozitára okrem zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách tvorí aj vyhláška MF SR č. 92/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti a spôsob preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť centrálného depozitára cenných papierov a vyhláška MF SR č. 93/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú náležitosti žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu podľa § 102 ods. 1 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách.

¹¹¹ Povolenie na vznik a činnosť centrálného depozitára s obchodným menom Centrálny depozitár cenných papierov SR (CDCP), Stredisko cenných papierov získalo od Úradu pre finančný trh začiatkom septembra 2003.

¹¹² Členstvo prvému členovi, podniku RM-S Market, o.c.p., a.s. bolo udelené 19. januára 2004. Týmto dňom bolo udelené členstvo aj Slovenskej sporiteľni, a.s. Ďalšími členmi centrálného depozitára sa stali Dexia banka Slovensko, a.s. a HVB Bank Slovakia, a.s.

ka cenných papierov, výpis z účtu vlastníka cenných papierov a zavedenie záložného práva. Snahou podniku je poskytovanie kvalitných investičných služieb pre všetky typy klientov. Disponuje dostatočnou zárukou bezpečnosti a ochrany finančných prostriedkov svojich zákazníkov. Je členom Burzy cenných papierov Bratislava a Asociácie obchodníkov s cennými papiermi.

Centrálny depozitár funguje na členskom princípe a vedie evidenciu zmien počtu a druhov cenných papierov na zákazníckych účtoch. Zmeny vlastníkov cenných papierov majú zabezpečiť obchodníci s cennými papiermi. Vlastníci účtov zadávajú pokyny na zúčtovanie a vyrovnanie prostredníctvom obchodníkov s cennými papiermi. Tým je zabezpečená dvojstupňová evidencia zaknihovaných cenných papierov. Centrálny depozitár zabezpečuje zúčtovanie a vyrovnanie burzových obchodov s investičnými nástrojmi. Budúcnosť centrálného depozitára¹¹³ je predovšetkým v prepojení so zahraničným depozitárom. Blízku budúcnosť možno vidieť aj v spojení s pobočkou veľkého európskeho depozitára. Na európskom trhu dominujú dvaja depozitári – Clearstream vo Frankfurte nad Mohanom a Euroclear Bank v Bruseli.

Okrem zmien v evidencii cenných papierov budú môcť využívať obchodníci s cennými papiermi aj mimoburzový trh a obchodovať medzi sebou s akciami či dlhopismi nielen na burze, ale aj cez centrálného depozitára. Približne od polovice roku 1995 štát burzy zvýhodňoval. Tie profitovali z poplatkov za obchody, ktoré by ich inak mohli obchádzať. V minulosti sa na mimoburzovom trhu zrealizovalo až 80 percent obchodov z celkového ročného objemu. OTC trh môže v súčasnosti obmedziť príjmy jedinej domácej burzy. Na jej trhu ostanú veľkoobjemové obchody so štátnymi dlhopismi, ale prevažná väčšina drobných transakcií odíde za nižšími poplatkami k centrálnemu depozitáru.

Mimoburzový trh

Môže byť organizovaný napr. vybraným mimoburzovým organizátorom (z histórie je známy v Slovenskej republike príklad RM-Systému Slovakia), prípadne bankami alebo inými finančnými sprostredkovateľmi. Tento trh sa v porovnaní s burzovým vyznačuje voľnejšími podmienkami pre prístup finančných nástrojov na obchodovanie. Názov mimoburzového trhu je odvodený zo skutočnosti, že banky v minulosti ako jediné inštitúcie sprostredkovali obchody s cennými papiermi. Jednotliví investori nakupovali cenné papiere od bánk a bankám ich aj predávali cez bankové priehradky.¹¹⁴

Charakteristickou vlastnosťou obchodov na kapitálovom trhu je, že sú uskutočňované pomocou investičných sprostredkovateľov. Na sekundárnom kapitálovom trhu vystupujú investiční sprostredkovatelia ako dileri alebo brokeri. Dôvody existencie dílerov, ktorí realizujú obchody na vlastný účet a vo vlastnom mene sú predovšetkým:

- realizácia príkazov zákazníkov,
- kurzová špekulácia,
- arbitráž,
- investície,
- majetková účasť.

¹¹³ Do popredia sa dostávajú otázky medzinárodného systému zúčtovania a vyrovnania burzových obchodov. Európska asociácia centrálnych depozitárov cenných papierov, v ktorej sú združené národné depozitáre krajín EÚ, navrhuje, aby si každý národný depozitár zachoval svoju nezávislosť, pričom budú prepojené prostredníctvom liniek v rámci systému SWIFT. Medzinárodný depozitár Euroclear odporúča pripojenie národných zúčtovacích centier na lokálnej úrovni k jednému nadnárodnému depozitáru.

¹¹⁴ V USA má mimoburzový trh označenie NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotation System.

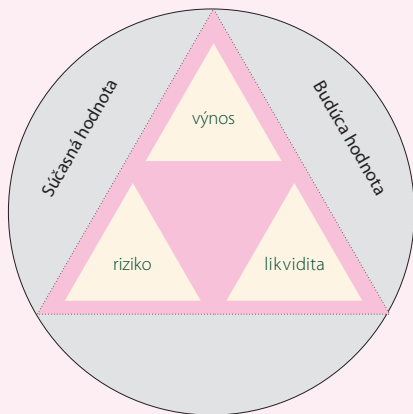
Jedným z dôležitých príjmov dílerov sú špekulačné obchody na trhu s cennými papiermi. Tieto obchody je možné rozdeliť na dva druhy:

- špekulácia na vzostup (a la hausse), resp. nákup cenných papierov s očakávaním ich predaja v neskoršom termíne za vyššiu cenu. Nákup cenných papierov sa nazýva ako „otvorenie pozície“ a predaj „uzatvorenie pozície“. Tento typ špekulanta sa označuje ako „býk“ (Bull),
- špekulácia na pokles (a la baisse), resp. predaj cenných papierov s tým, že v budúcnosti ich bude možné kúpiť za nižšiu cenu. Ak je možnosť predat' cenný papier bez toho, aby ho mal predávajúci v portfóliu s tým, že má záväzok kúpiť ho späť po uplynutí stanovenej lehoty – v momente predaja ide o otvorenie pozície a pri spätnom nákupe o uzavretie pozície. Tento typ špekulanta sa označuje ako „medveď“ (Bear).

Špecifickou možnosťou realizácie ziskov dílerov na trhu s cennými papiermi sú arbitrážne obchody. Podstata arbitrážnych obchodov spočíva v realizácii zisku investičným sprostredkovateľom na základe kúpy a predaja finančného nástroja z dôvodu existencie cenových rozdielov na rôznych trhoch.

Investiční sprostredkovatelia môžu dosahovať zisk nielen na základe špekulácie alebo vplatením provízií od zákazníkov. Časť zo svojich súčasných voľných finančných prostriedkov môžu umiestniť do finančných nástrojov, ktoré budú prinášať výnosy v budúcnosti napr. v podobe dividend alebo úrokov. Motívom k tomuto konaniu je očakávanie, že súčasná hodnota reálnych finančných tokov po zohľadnení zdanenia, ktoré prinesie investícia počas svojej životnosti, prevyší súčasnú reálnu hodnotu finančných prostriedkov vynaložených na obstaranie finančnej investície. Alokáciou voľných finančných prostriedkov investorov do finančných investícií na dlhšie obdobie jej životnosti vytvára investor svoje portfólio finančných investícií. Základné zásady determinujúce konanie investora v procese alokácie voľných zdrojov financovania (investovania) opisuje obr. 37.¹¹⁵

Mimoriadne významný vplyv na konanie investora pri alokácii voľných finančných zdrojov je práve pôsobenie rizika v procese finančného rozhodovania. Vo vzťahu k riziku je možné rozlišovať tieto typy investorov:



Obr. 37. Magický trojuholník investora

V procese investičného rozhodovania sú kľúčovými kritériami výnos plynúci z alokácie finančných prostriedkov v danom časovom období, riziko plynúce pre investora, že nedosiahne očakávaný výnos z alokácie a stupeň likvidity vyjadrujúci schopnosť premeny investovaných prostriedkov na hotovosť. Všetky spomínané faktory vzájomne spolu súvisia, zároveň sa však vylučujú. Nie je možné dosiahnuť alokáciu finančných prostriedkov, ktorá by sa vyznačovala maximálnym výnosom, minimálnym rizikom a najvyšším stupňom likvidity. Existuje iba možnosť optimálneho pomeru medzi týmito faktormi. Komplexným prístupom pri optimalizácii výnosov z finančného investovania sa zaoberá teória portfólia.

¹¹⁵ Chovancová, B. – Jankovská, A. – Kotlebová, J. – Šturc, B.: Finančný trh. Nástroje, transakcie, inštitúcie. 2. prepracované vydanie. Bratislava, Eurounion 2002, s. 39.

- konzervatívny investor, ktorý nie je prívržencom vysokého rizika. Nechce realizovať ani najmenšiu stratu. Prvoradou záležitosťou je pre neho uchovanie hodnoty majetku. Pri umiestňovaní svojich finančných prostriedkov uprednostňuje dlhopisy. Vzhľadom na to, že nechce akceptovať žiadne výkyvy kurzov a spolieha sa na istý výnos z úrokov, zaberá jeho podiel akcií v jeho portfóliu najviac jednu štvrtinu. Zvyšok portfólia rozkladá medzi dlhopisové fondy a fondy peňažného trhu,
- opatrný investor, akceptujúci, že jeho investícia v danom období (napr. 1 rok) sa bude pohybovať v intervale od 0 % (žiadny zisk, žiadna strata) až po približne 12 % (vyšší potenciálny zisk),
- rozvážny investor, ktorého vývoj hodnoty investície sa pohybuje v intervale -5 % až +20 %,
- dynamický investor očakáva vývoj hodnoty investície v intervale -20 % až +40 %,
- agresívny investor uprednostňujúci pri investovaní vyvážené portfólio. Jeho cieľom je zisk, ale s primeranou mierou rizika. Investície do akcií, rovnako ako vklady do obligácií, sú približne v pomere 50:50. Všeobecne pritom ide o cenné papiere známych podnikov. Postupom času chce dosahovať vyššie zisky. Začína preto preferovať vyšší podiel akcií v portfóliu nevynímajúc ani cenné papiere menej známych podnikov. Krátkodobo je ochotný akceptovať relatívne vysoké straty,
- hazardný investor má jediný cieľ – zisky. Investuje veľmi riskantne do akcií. Mimo jeho záujmu neostávajú ani akcie z tzv. emerging markets, t. j. rozvíjajúcich sa trhov. Investor si je vedomý možnej veľkej straty, napriek tomu nepomýšľa znížiť svoj takmer stopercentný podiel akcií v portfóliu ani pri nepriaznivom vývoji na trhoch. Nízke kurzy využíva spravidla na ďalšie nákupy.

Jednotlivé finančné transakcie uskutočňované na kapitálovom trhu úzko súvisia s existujúcim systémom finančných nástrojov. Podľa podstaty je možné finančné nástroje, využívané na kapitálovom trhu, rozdeliť na:

- majetkové (akcie, podielové listy),
- dlhové (dlhopisy so strednodobou a dlhodobou splatnosťou),
- deriváty na dlhodobé finančné nástroje.

Vzhľadom na systém finančných nástrojov uplatňovaných na kapitálovom, ale aj peňažnom trhu je nevyhnutné venovať pozornosť aj transakciám, ktoré sú uskutočňované mimo trhu cenných papierov a trhu s derivátmi. Tieto finančné operácie tvoria podstatu úverového trhu.

Úverový trh

Úverový trh tvorí systém inštitúcií a nástrojov, ktoré umožňujú pohyb voľných finančných zdrojov na úverovom princípe medzi bankami a nebankovým sektorom, pričom súčasťou úverového trhu sú aj vzájomné medzibankové úverové obchody, ktoré vzhľadom k dobe splatnosti nie sú súčasťou peňažného trhu a vzhľadom k forme (nie sú cennými papiermi) ani kapitálového trhu.

Hlavnými účastníkmi obchodovania na úverovom trhu sú komerčné banky, ktoré prijímajú peňažné prostriedky od domácností, ale aj od nefinančných korporácií a verejného sektoru. Z úspor týchto subjektov potom poskytujú úvery prevažne podnikovému sektoru. V poslednom období je však možné badať trend narastania zadlženosti sektoru domácností a zvyšovania voľných finančných zdrojov v podnikovom sektore. Napriek tomu, že obchody na úverovom trhu sa riadia všeobecne platnými predpismi, jednotlivé finančné nástroje používané na úverovom trhu majú individuálny charakter. Táto skutočnosť je zároveň príčinou toho, že je obmedzená možnosť obchodovania úverovými finančnými nástrojmi na sekundárnom úverovom trhu. Na úverovom trhu sa možno stretnúť aj so skrytou formou úveru.

Príkladom takýchto postupov je hlavne finančný leasing a forfaiting.

Devízový trh

Na analýzu finančných trhov, zameranej predovšetkým na problematiku národného finančného trhu, nadväzuje devízový trh, ktorý je dôležitou súčasťou medzinárodného finančného trhu.

Devízový trh je miesto, kde sa stretáva ponuka zahraničných (cudzích) mien, resp. finančných nástrojov denominovaných v zahraničných menách s dopytom po nich a kde sa tvorí cena jednotlivých mien – menový (devízový) kurz. V konečnom dôsledku možno konštatovať, že devízový trh je aj dôsledkom existencie finančných transakcií s nerezidentskými subjektmi – so zahraničím. Na devízovom trhu sa obchoduje prevažne s bezhotovostnými formami cudzích peňazí, t. j. s devízami. Súčasťou devízového trhu je aj trh s hotovostnými formami cudzích peňazí – valutama, ktoré však majú zanedbateľný podiel na celkových obchodoch na devízových trhoch.

Úlohou devízových trhov je sprostredkovať kontakt medzi kupujúcim a predávajúcim. Sú to väčšinou voľne prístupné sekundárne trhy – tzv. OTC trhy. Trhy medzi bankami majú názov FX-trhy (FOREX¹¹⁶). V niektorých prípadoch, predovšetkým pri termínových obchodoch alebo pri obchodoch, ktoré majú charakter derivátov, sa devízové obchody uzatvárajú na devízových burzách. Devízové trhy sa členia podľa viacerých hľadísk, ktoré sú znázornené na obr. 38. Devízový trh predstavuje dôležitú súčasť medzinárodného finančného trhu. Komplexná charakteristika problematiky devízového trhu si vyžaduje venovať pozornosť predovšetkým týmto otázkam:

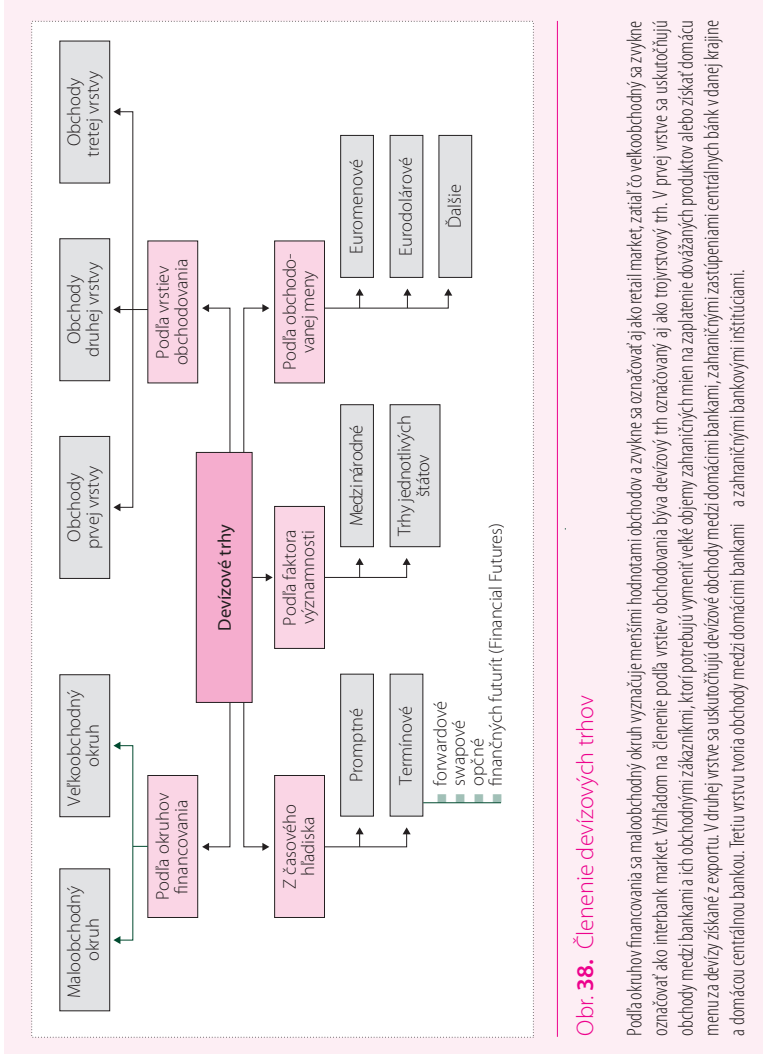
Devízy

Prechodom Slovenska na trhové hospodárstvo sa v čoraz väčšej miere uskutočňujú medzinárodné obchody a prevody. Rozvoj podnikových aktivít v medzinárodnej oblasti vo forme dovozu či vývozu produktov a kapitálu prináša zvýšenú potrebu finančných prostriedkov v rôznych menách na zabezpečenie realizácie týchto operácií. Pre pracovníkov podniku nadobúdajú význam poznatky z medzinárodného finančného riadenia a práce s devízami. Vzniká potreba sledovania vývoja a vplyvov na domácu a zahraničné meny a ich vzájomné pomery. Keďže neexistuje len jedna svetová mena, subjekty, ktoré potrebujú pre svoje aktivity rôzne meny, musia poznať súvislosti a riziká pri obchodovaní a platení v rôznych menách a v rôznom čase.

Trh s menami predstavuje sieť subjektov, obchodujúcich s devízami na základe stanovených národných ale aj medzinárodných pravidiel. Medzibankový devízový trh (Foreign Exchange Market, FX Market) ovplyvňuje národná legislatíva¹¹⁷ každého štátu, ktorý sa riadi predpismi a smernicami národnej banky a v rámci EÚ jej smernicami. Pohyb kapitálu a jeho postupná harmonizácia v EÚ je veľmi citlivou záležitosťou vzhľadom na vplyv medzinárodných kapitálových tokov na ekonomiku tej ktorej krajiny. Každý štát a osobitne krajiny s rozvíjajúcou sa ekonomikou musia pozorne sledovať peňažné toky so zahraničím a podľa slabých a silných miest ekonomiky ju regulovať, aby bola zabezpečená stabilita. Podnikom z toho plynú povinnosti vyplývajúce z legislatívy na devízovú reguláciu finančných prostriedkov a tokov kapitálu v rámci cezhraničných

¹¹⁶ Foreign Exchange je menová burza, prostredníctvom ktorej sa na globálnej úrovni obchoduje s rôznymi národnými menami.

¹¹⁷ V SR je to zákon č. 202/1995 Z. z. Devízový zákon v znení neskorších predpisov a preberaných právnych noriem z EÚ.



Obr. 38. Členenie devizových trhov

Podľa okruhov financovania sa maloobchodný okruh vyznačuje menšími hodnotami obchodov a zvykne sa označovať aj ako retail market, zatiaľ čo veľkoobchodný sa zvykne označovať ako interbank market. Vzhľadom na členenie podľa vrstiev obchodovania byva devizový trh označovaný aj ako trojvrstvový trh. V prvej vrstve sa uskutočňujú obchody medzi bankami a ich obchodnými zákazníkmi, ktorí potrebujú vymeniť veľké objemy zahraničných mien na zaplatenie dovážaných produktov alebo získať domácu menuzu devízy získané z exportu. V druhej vrstve sa uskutočňujú devizové obchody medzi domácimi bankami, zahraničnými zastúpeniami centrálnych bánk v danej krajine a domácou centrálnou bankou. Tretiu vrstvu tvoria obchody medzi domácimi bankami a zahraničnými bankovými inštitúciami.

transakcií a zahraničného obchodu. Podnik musí v rámci svojich obchodných a investičných aktivít pamätať aj na povinnosti vyplývajúce z regulačných opatrení štátu.

Medzi najčastejšie formy obmedzenia peňažných tokov so zahraničím zo strany štátu v devízovej regulácii patria¹¹⁸:

- povinnosť ponúknuť získanú zahraničnú menu na odkúpenie centrálnej banke,
- stanovovanie rôznych limitov na nákup a vlastníctvo zahraničnej meny,
- vylúčenie niektorých foriem investovania v zahraničí bez predchádzajúceho súhlasu orgánov devízovej regulácie,
- zamedzenie, resp. limitovanie prístupu zahraničných investorov do vybraných domácich investičných príležitostí (najmä zákaz nákupu štátnych pokladničných poukážok),
- zdanenie niektorých druhov zahraničných investícií osobitnými daňami,
- zákaz vývozu ziskov zo zahraničných investícií pred uplynutím určitej minimálnej lehoty a pod.

Zapájaním krajiny a podnikateľských subjektov do medzinárodného obchodu a vstupom do nadnárodných inštitúcií sa tieto obmedzenia znižujú a ekonomika sa čoraz viac otvára okoliu a vzniká tak priestor pre voľný pohyb kapitálu medzi krajinami s dôrazom na dodržiavanie príslušnej legislatívy a zamedzenie prania špinavých peňazí. Ak krajina nemá dostatočne stabilnú ekonomiku, tieto kroky ju môžu poškodiť, pretože sa znižuje možnosť použiť národné regulácie na korekciu nevyváženosti ekonomiky.

Z regulačnej politiky centrálnej banky vyplývajú určité obmedzenia pre podniky v ich podnikateľských aktivitách. Centrálna banka sleduje tieto ciele.¹¹⁹

- Zabezpečenie stability stanovenej úrovne domácej meny. Slovenská ekonomika je otvorenou ekonomikou, kde vysoká úroveň zahraničného obchodu predstavuje hrozbu pre stabilitu z dôvodu zvýšeného vplyvu ekonomických cyklov krajín, do ktorých sa najviac vyváža.
- Tvorba primeraných devízových rezerv, ktoré slúžia na pokrytie pohybov v zahraničnom obchode. Tiež slúžia na udržanie dôveryhodnosti medzi krajinami svojou schopnosťou zabezpečiť stabilitu a plynulosť požiadaviek na devízové úhrady.
- Vytváranie vhodného prostredia na prílev zahraničných investícií a návratnosť investovateľných prostriedkov. Rast dlhodobého kapitálu do podnikových rozvojových programov vytvára predpoklady pre domáci rozvoj, ale prebytok krátkodobého špekulatívneho kapitálu zhadnocuje menu a zdražuje export, čím sa znižuje konkurenčná schopnosť krajiny.

Nevyhnutnou úvodnou podmienkou pre úspešné uskutočňovanie devízových operácií je osvojenie si odbornej terminológie používanej v tejto oblasti podnikateľskej činnosti. Ide o tieto pojmy:

- menový trh je tvorený sieťou fyzických alebo virtuálnych miest komerčných bánk, brokerov a dilerov spájajúcich zákazníkov ponúkajúcich a požadujúcich zahraničné meny,
- menový kurz sa používa vo všeobecnosti na vyjadrenie devízového ako aj valutového kurzu,
- devízový kurz vyjadruje vzájomný vzťah hodnoty domácej meny k zahraničnej mene v bezhotovostnom styku,
- valutový kurz predstavuje vzťah hodnoty domácej meny k zahraničnej mene v hotovostnej podobe,

¹¹⁸ Baláž, V.: Kapitálový trh Európskej únie. Bratislava, VEDA 1997, s. 89.

¹¹⁹ Tamže, s. 89.

- kótovanie je stanovenie menových kurzov centrálnymi ale aj komerčnými bankami na zverejnených kurzových listoch. Rozoznávajú sa dva druhy kótovania:
 - americký spôsob, ktorý udáva množstvo domácej meny na jednotku zahraničnej meny,
 - európsky spôsob, ktorý udáva množstvo zahraničnej meny na jednotku domácej meny.
- nominálny kurz je kurz, ktorý je kótovaný na základe ponuky a dopytu,
- reálny kurz zachytáva okrem dovozu a vývozu produktov aj mieru inflácie v domácej a zahraničnej krajine za určité obdobie (rok). Porovnaním s menovým kurzom nám ukazuje, či domáca ekonomika svoju konkurenčnú schopnosť zvyšuje alebo znižuje. Reálny menový kurz je možné vypočítať podľa vzorca¹²⁰:

$$e_t = e_{t^*} \frac{(1 + i_p)^t}{(1 + i_h)^t}$$

kde:

e_t – reálny menový kurz,

e_{t^*} – pohotový kurz v čase t ,

i_h – miera inflácie v domácej krajine,

i_f – miera inflácie v zahraničnej krajine.

- voľne vymeniteľná mena (konvertibilná) je taká národná mena, ktorej používanie v bežných medzinárodných platobných operáciách a transakciách nie je podrobené intenzívnym zábranám, najmä devízovým obmedzeniam. Rozlišuje sa vnútorná (interná) a vonkajšia (externá vymeniteľnosť). Podľa stupňa a spôsobu vymeniteľnosti existujú tieto podoby výmenného kurzu:
 - voľne plávajúci kurz, ktorý predstavuje cenu meny len na základe vzájomnej ponuky a dopytu po menách bez intervencie centrálnej banky,
 - riadený plávajúci kurz, ktorý je výsledkom intervencie centrálnej banky pri nákupoch a predajoch mien s cieľom znížiť výkyvy, alebo zabezpečiť stanovenú paritu mien. V transformujúcich sa krajinách sa používa jeho upravená forma v podobe menového kurzu naviazaného na niektorú svetovú menu, alebo na kôš svetových mien. Pritom sa používa stanovené rozpätie, okolo ktorého daný kurz osciluje, alebo pravidelné znehodnocovanie za stanovené obdobie. Extrémnym príkladom je úplné naviazanie sa niektorú svetovú menu.
- prevoditeľná mena (transferabilná) predstavuje medzistupeň medzi voľne vymeniteľnou a zúčtovacou menou. Je to mena, ktorá sa voľne využíva na presne vymedzenom teritóriu v rámci určenej skupiny komodít. Má ohraničenú časovú platnosť,
- clearingová (zúčtovacia) mena je výsledkom uzatvorených platobných dohôd na vzájomný medzinárodný clearing, kde zúčastnené strany uhrádzajú platby na domáci clearingový účet. Za stanovené obdobie sa vzniknuté saldo vyrovná v stanovenej mene. Neslúžia na platenie, ale len na zúčtovanie vzájomných platobných operácií medzi presne vymedzeným počtom medzinárodných partnerov,
- nadnárodná menová jednotka je výsledkom zložitých dohôd a podmienok na vznik meny v rámci dohodnutých krajín (euro),

¹²⁰ Vlachynský, K.: Finančný manažment. Bratislava, Elita 1996, s. 303.

- finančné zlato je vo forme odliatkov a prútov alebo zlatých mincí ako mena na nákup a platenie či výmenu za iné požadované meny,
- euromena je mena deponovaná na účtoch bánk mimo krajiny, v ktorej je táto mena národnou,
- pohotovú menovú kurz (Spot Rate) predstavuje menovú kurz pre zahraničné meny, ktoré musia byť okamžite dodané na požadovanú operáciu,
- termínovú menovú kurz (Forward Rate) je nákup alebo predaj meny s jej dodaním v dohodnutom budúcom období. Jeho základ tvorí pohotovostný kurz a k tomu sa pripočítajú prémie alebo diskont. Pre výpočet sa používa vzorec:

$$\text{Termínový diskont (prémia)} = \frac{\text{Termínový kurz} - \text{Pohotovú kurz}}{\text{Pohotovú kurz}} \times \frac{12}{n}$$

kde:

n – vychádza z ročnej percentuálnej odchýlky pohotovostného kurzu pri (n) mesiacoch použitého termínového kontraktu.

- revalvácia meny je zhodnotením oficiálneho kurzu voči pevne stanovenému základu,
- devalvácia je opakom revalvácie,
- depreciácia meny je znehodnotenie meny a to znížením hodnoty meny,
- apreciacia je zvýšenie hodnoty meny.

Základným nástrojom na devízovom trhu je menovú kurz národnej meny k hlavným menám. Na základe týchto stanovených kurzov medzi menami sa potom odvodzujú kurzy ostatných mien, ktoré sa používajú v štatisticky bezvýznamných množstvách. Výrazný vplyv na tvorbu menových kurzov majú vzťahy so zahraničím, medzinárodný pohyb produktov, kapitálu a vzájomných platieb, devízové rezervy a ich zloženie tvorené z obchodných a kapitálových transakcií. Na základe makroekonomických ukazovateľov stavu krajiny sa vytvára ponuka a dopyt po okamžitých prostriedkoch a očakávaníach do budúcnosti.

Pre trhovú ekonomiku sa používajú pohyblivé kurzy na základe vytvorenej parity medzi ponukou a dopytom. Centrálna banka prestáva určovať kurzy, čím získavajú dôležitosť možnosti a schopnosti komerčných bánk. Centrálna banka na základe svojich devízových plánov iba intervenuje pri výkyvoch mimo pásmo predikcie na zabezpečenie vnútornej rovnováhy. Tento spôsob zasahovania do devízového trhu prináša zvýšený tlak na domácu menu z radov veľkých špekulantov a sťažuje odhad budúcich ziskov pre subjekty podnikajúce v zahraničnom obchode. Pri neočakávanom pohybe kurzov dochádza k strate zisku podniku z medzinárodného podnikania.

Pre zachovanie a rozvoj zisku podniku je nutné poznať faktory, ktoré vysvetľujú zmenu menového kurzu a teórie popisujúce správanie menových kurzov. Konkrétne prax v jednotlivých krajinách je rozdielna a vychádza z podstaty menovej politiky štátu a centrálnej banky, ktorá rieši stabilitu kurzu v reálnej národnej ekonomike. Používa sa niekoľko teórií, ktoré nie sú protichodné, ale vysvetľujú zmenu menového kurzu z rôznych pohľadov. Podľa *Vlachynského* ide o tieto teórie¹²¹:

- teória parity kúpnej sily používa kúpnu silu tej ktorej krajiny na tvorbu menového kurzu a nadväzne menovú kurz ovplyvňuje kúpnu silu daných krajín,

¹²¹ Vlachynský, K.: Finančný manažment. Bratislava, Elita 1996, s. 307 – 308.

- teória platobnej bilancie používa vývoj vzájomnej a celkovej platobnej bilancie zahŕňajúcej okrem výmeny produktov aj neobchodné platby a medzinárodný pohyb kapitálu a úveru,
- teória rovnovážneho menového kurzu úzko súvisí s predchádzajúcou teóriou platobnej bilancie, kde využíva procesy ponuky a dopytu po určitej mene a následné ovplyvňovanie platobnej bilancie,
- teória používajúca ako základ model trhu aktív, kde sa cez vývoj aktív a predpokladanú budúcu hodnotu tieto aktíva vzájomne porovnávajú cez menový kurz. Významnú váhu v tvorbe ponuky a dopytu majú kapitálové toky a nie produkty. Táto teória kladie dôraz nielen na nominálne, ale i na reálne hodnoty,
- teória vychádzajúca z teórie portfólia, kde cenové rozpätia tej ktorej krajiny vytvárajú portfólio a ich vzájomné porovnanie alebo preferencie pôsobia na zmeny dopytu a ponuky na menovom trhu a tým vplývajú na vývoj kurzov. Pre tieto portfóliá však neexistuje zhoda, iba porovnanie na základe určitých preferencií.

Vytváraním globálnych trhov a nadnárodných korporácií získava na dôležitosti plánovanie a odhadovanie kurzov mien. Zmeny vo vzájomných kurzoch ovplyvňujú výrazne príjmy a ziskovosť podniku pôsobiaceho vo viacerých krajinách s rôznymi menami. Nepoznanie daných súvislostí alebo ich ignorovanie má za následok zníženie ziskovosti zahraničných operácií alebo aj ich stratu, čo znižuje stabilitu podniku a jeho hodnotu v konkurenčnom prostredí.

Vonkajšie prostredie devízových trhov

Fungovanie devízových trhov je v súčasnosti ovplyvnené vznikom Európskej únie, spoločnou menou euro a existenciou vzájomnej vymeniteľnosti mien mnohých ekonomicky rozvinutých krajín v ich obchodných a finančných transakciách. V dôsledku toho má súčasný devízový trh globálny (celosvetový) charakter, pričom existujú tzv. Offshore Banking Centres, ktoré poskytujú zahraničným investorom značné daňové výhody. Rastie význam medzinárodnej obchodnej výmeny, dochádza k rastu zahraničných investícií (priamych aj portfóliových), ale aj peňažných transferov medzinárodného charakteru. Príkladom takýchto transferov sú dotácie, poskytované Európskou úniou zo Štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu príjmom v členských krajinách EÚ.

Rozvoj informačných technológií umožnil, aby sa devízový trh stal najlikvidnejším trhom na svete. Sprievodným javom týchto procesov je rozvoj zahraničného platobného styku, ktorý slúži na vykonávanie platieb medzi účastníkmi v rozdielnych krajinách.

V tejto súvislosti sú rozoznávané ďalšie funkcie devízových trhov:

- obstaranie zahraničných mien pre potreby medzinárodného obchodu, investovania, cestovného ruchu a ďalších aktivít ekonomických subjektov,
- zaistenie sa proti kurzovému riziku,
- devízové špekulácie,
- devízové arbitráže.

Dôležitú úlohu pri realizácii týchto platieb majú komerčné banky, ktoré v medzinárodnom platobnom styku používajú na prenos správ medzi bankami systém SWIFT¹²² a systém TARGET¹²³. Systém TARGET sa využíva v Európskej únii pri prenosoch dát v reálnom čase medzi európskymi komerčnými a centrálnymi bankami. Ekonomické subjekty používajú devízové

¹²² Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

¹²³ Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System.

trhy na úhradu svojich záväzkov z medzinárodného obchodu, medzinárodného investovania a na zabezpečenie proti kurzovému riziku.

Finančné inštitúcie a ostatní účastníci devízového trhu

Na devízovom trhu pôsobia finanční sprostredkovatelia a ostatní účastníci devízových operácií. Medzi finančných sprostredkovateľov patria nasledujúce subjekty:

- komerčné (obchodné) banky a ich devízoví díleri,
- centrálné banky, ktoré zabezpečujú devízové potreby vlády, verejnej správy, štátnych korporácií, vládnych agentúr a intervenujú na devízovom trhu v snahe ovplyvniť devízový kurz svojich mien,
- brokerské podniky a ich devízoví makléri,
- nebankové finančné inštitúcie – investičné fondy, poisťovne, hedgové fondy a pod. Skupina ostatných účastníkov devízových operácií je zložená z týchto subjektov:
- vývozcovia a dovozcovia,
- občania ako turisti, zahraniční investori, zasielatelia peňažných darov do zahraničia, predplatitelia zahraničnej tlače.

Najväčší objem obchodov na devízových trhoch realizujú komerčné a centrálné banky. V poslednom období získavajú čoraz významnejšie postavenie na devízovom trhu brokerské podniky, obchodníci s komoditami, poisťovne a nebankovní finanční sprostredkovatelia.

Pre fungovanie trhu má dôležité postavenie tzv. tvorca trhu (Market Maker). Tvorca trhu je díler vo finančnej inštitúcii, ktorý je schopný na požiadanie uzatvoriť devízový obchod s protistranou na základe poznania trhovej situácie pri dodržaní limitov pre nákup a predaj devíz platných v danej finančnej inštitúcii.

Finančné nástroje v zahraničných menách

Na devízovom trhu sa obchoduje s rôznymi druhmi finančných nástrojov. Sú to rôzne druhy bankových vkladov, cenné papiere vystavené v zahraničných menách (akcie, dlhopisy, zmenky, šeky a pod.), cudzie bankovky, mince a pod. Všetky vymenované finančné nástroje sú rôznymi formami zahraničných mien alebo ich deriváty. Rozhodujúca časť obchodov s týmito nástrojmi na devízovom trhu sa uskutočňuje v amerických dolároch (USD). Americký dolár má rozhodujúce miesto aj pri medzinárodnej produktovej výmene. Novú kvalitu pre jednotlivé členské krajiny Európskej únie v tejto súvislosti znamenal vznik spoločnej menovej jednotky euro. Z hľadiska podnikového sektora je táto skutočnosť dôležitá hlavne preto, že umožňuje manažmentu podniku znížiť náklady na riadenie rizika zmeny devízových kurzov.

Druhy devízových obchodov

Základný prehľad jednotlivých druhov devízových obchodov bol uskutočnený už v úvodnej charakteristike devízových trhov. Ak sa vychádza z časového členenia devízových trhov na promptné a termínové existujú tri skupiny devízových obchodov:

- Promptné obchody, pri ktorých sa uzatvára kontrakt s okamžitou dodávkou zahraničnej meny (resp. do dvoch dní). Sú reprezentované predovšetkým menovými konverziami a arbitrážami.
- Termínové obchody (forwardové, futuritné a opčné), pri ktorých sa cena dohodne okamžite pri uzatvorení kontraktu, ale dodávka mien sa uskutoční v budúcnosti. Tieto obchody

majú názov aj dodávkové obchody. Od kontraktu je možné odstúpiť len po vzájomnej dohode obidvoch partnerov. V praxi sa možno pri termínových devízových obchodoch stretnúť aj s pomenovaním priame termínové obchody (Outright Forward).¹²⁴

- Kombinované obchody (swapové operácie) predstavujúce kombináciu promptných a termínových obchodov, dohodnutých najčastejšie na medzibankovom trhu. Swapový devízový obchod má najčastejšie formu promptného predaja devíz spojeného s dohodou spätného odkupu predanej meny v stanovenom termíne v budúcnosti. Rozdiel medzi cenou predaja devízy a jej spätného odkupu sa nazýva swapový kurz.

Devízový trh predstavuje jeden z najdynamickejších a rozvíjajúcich sa segmentov finančného trhu. Táto skutočnosť je dôsledkom najmä pokračujúcich procesov globalizácie a internacionalizácie medzinárodnej obchodnej výmeny ako aj zvyšujúcich sa nárokov medzinárodných investorov na služby spojené so zaistovaním rizika pri uskutočňovaní svojich finančných transakcií.

Formy platobného styku

S rozvojom obchodu, najmä medzinárodného, rastie význam operácií s finančnými prostriedkami a s rôznymi menami. Slovenská ekonomika je otvorenou ekonomikou veľmi závislou na exporte svojich produktov, čo prináša aj zvýšené aktivity v pohybe finančných prostriedkov. Pre charakteristiku foriem platenia je nutné definovať nasledujúce termíny:

- platobný styk je vzťah medzi dvoma a viacerými subjektmi, kde sa uskutočňuje úhrada dlžnej časti zo zdrojov dlžníka veriteľovi alebo veriteľom,
- hotovostný platobný styk prebieha pri zmene vlastníka finančných prostriedkov bankoviek a mincí pri osobnom kontakte. Charakterizuje rozvinutosť ekonomiky štátu a čím je jeho podiel menší tým je ekonomika rozvinutejšia,
- bezhotovostný platobný styk predstavuje prevod prostriedkov medzi účtami vo forme zápisov na účtoch v peňažných ústavoch, platby sa uskutočňujú prevodom z účtu na účet,
- medzibankový platobný styk (Clearing) je povinné bezhotovostné vyrovnávanie tuzemských pohľadávok a záväzkov medzi bankami za pomoci bankového zúčtovacieho centra¹²⁵,
- vnútrobankový (vnútorný) platobný styk je zúčtovanie realizované medzi účtami v rámci pobočiek a filiállok tej istej banky,
- zahraničný platobný styk predstavuje bezhotovostné vyrovnávanie zahraničných záväzkov a pohľadávok medzi bankami prostredníctvom svojich korešpondenčných bánk, v ktorých majú svoje účty. Banky väčšinou držia svoje devízové rezervy v tej krajine, kde je určitá mena domáca. Tento clearingový platobný styk sa uskutočňuje v rámci zmluvného platobného styku a clearingových platobných dohôd,
- inkasná forma platenia predstavuje príkaz na platenie, pri ktorom podnet na zaplatenie vychádza od dodávateľa z účtu dodávateľa. Tento vzťah je výsledkom vzájomnej dohody na periodicky sa opakujúce sa platby,
- úhradová forma platenia je bežne používaná forma, pri ktorej podnet na úhradu vychádza od odberateľa a vlastníka účtu,

¹²⁴ Tento typ obchodu má charakter termínového obchodu. Vysporiadanie obchodu na účtoch zákazníka nastane v dohodnutom termíne. Je to záväzok predat' alebo kúpiť jednu menu za druhú vo vopred stanovenom objeme a mene, jedná sa o zafixovanie výmenného kurzu na budúce menové konverzie.

¹²⁵ Bankové zúčtovacie centrum Slovenska a.s. (BZCS) je založené na základe vyhlášky č.51/1992 Zb. o platobnom styku a zúčtovaní medzi bankami za účelom vykonávania medzibankového platobného styku na Slovensku. Akcionármi sú Národná banka Slovenska, komerčné banky so sídlom v SR a MF SR.

- hladká platba je bankový prevod jedného subjektu druhému vyplývajúci z obchodnej alebo neobchodnej povahy vzťahu. Podmienkou je dostatočné krytie na príkazcovom účte a funkčný účet na strane prijímateľa. Pri zahraničných platbách je potrebné poznať aj platobnú cestu od príkazcu až k prijímateľovi,
- SWIFT je systém prenosu bankových informácií v rámci zapojených účastníkov na prenos správ o zahraničnom platobnom styku,
- banková zložka je špeciálny platobný doklad. Na základe dohody medzi zúčastnenými stranami má stanovenú predtlač. Uskutočňujú sa ňou platby v hotovosti v prospech účtov pri úhrade platieb od väčšieho počtu subjektov,
- šeková poukážka je platobný doklad opačného smerovania ako banková zložka, kde prebiehajú platby v hotovosti pre určené subjekty (väčšinou fyzické osoby) z určených účtov. Sú výsledkom zmluvných dohôd medzi zúčastnenými stranami,
- krátkodobé cenné papiere (šeky a zmenky) sa používajú na platobnú úhradu alebo výber hotovosti na doručiteľa alebo na meno, pričom je stanovené časové hľadisko na preplatenie tohto cenného papiera,
- nedokumentárne inkaso je inkaso na základe predložených finančných dokumentov ako zmenky, vlastné zmenky, šeky, potvrdenie príjmu platby a pod.,
- dokumentárne inkaso zabezpečuje inkaso peňazí proti vydaniu dokladov na dodávku produktov a pod. Znamená to, že pri dodržaní podmienok dostane odberateľ inkasné doklady, ale prevzatie produktov a ich zaplatenie však zaistené nie je. Tento nástroj medzinárodného platobného styku patrí medzi rozšírenejšie v medzinárodnom obchode. Pri použití dokumentárneho inkasa sa na danej operácii podieľajú tieto subjekty:
 - príkazca (exportér, dodávateľ, vývozca), ktorý žiada svoju banku o prevod,
 - vysielajúca banka zabezpečujúca prevod od príkazcu prostredníctvom svojho zahraničného bankového spojenia s bankou odberateľa,
 - predkladajúca banka, ktorá predkladá dokumenty odberateľovi a môže byť aj inkasnou bankou vyberajúcou od odberateľa či tretej osoby dohodnutú finančnú čiastku,
 - odberateľ uhrádzajúci určitú čiastku alebo požadované plnenie predkladajúcej či inkasnej banke.
 Dokumentárne inkaso má niekoľko foriem podľa spôsobu použitia finančných alebo obchodných dokumentov:
 - dokumenty potvrdzujúce dodanie oproti úplnému zaplateniu,
 - dokumenty potvrdzujúce dodanie oproti akceptovanej zmenke,
 - dokumenty potvrdzujúce dodanie oproti čiastočnému zaplateniu a zvyšku krytého akceptáciou zmenky,
 - dokumenty potvrdzujúce dodanie výmenou za iné dokumenty, ktoré kryjú protidodávku produktov (pri výmenných obchodoch),
 - dokumenty potvrdzujúce dodanie oproti iným inkasným úkonom (proti bankovej záruke, písomnému záväzku dovozcu k neskoršej platbe atď.).
- dokumentárny akreditív je bezhotovostný platobný styk medzi exportérom a importérom pri financovaní vývozu a dovozu produktov. Dodávateľovi bude pri splnení dohodnutých podmienok, ktoré sú uvedené v akreditíve, vyplatená akreditívna čiastka a pre odberateľa vzniká ručiteľský úver od banky. Medzi zúčastnené strany patria:
 - odberateľ a žiadateľ o akreditív,
 - vystavujúca banka, otvárajúca akreditív, banka importéra,
 - vyplácajúca banka, ktorá uhrádza platby po vykonanej kontrole dokumentov predložených dodávateľom, pričom môže dôjsť k deleniu funkcií na ďalšie banky ako avizujúcu a potvrdzujúcu banku,

- dodávateľ exportujúci požadované produkty za dohodnutých podmienok.
Pre fungovanie platieb sú stanovené základné pravidlá zabezpečované zákonnými predpismi¹²⁶ pre vytváranie podkladov záväzných a overiteľných dokumentov na vykonanie prevodu finančných prostriedkov medzi zainteresovanými stranami. Možno ich charakterizovať ako princípy platenia, ktoré majú štyri nasledujúce kroky:

1. Povinnosť platiť je výsledkom zmluvných a zákonných povinností založených na základe dohodnutých písomných zmlúv a zákonov¹²⁷. Povinnosť platenia a uhrádzania platieb je výsledkom zmluvných dohôd a zákonných predpisov na určený časový termín úhrady takto:

- okamžité – promptné platenie predstavuje povinnosť uskutočniť úhradu v okamihu vzniku povinnosti. Ide väčšinou o platenie v hotovosti. V rámci obmedzujúcich predpisov¹²⁸ sa uskutočňuje v malých hodnotách a jeho použitie v trhovej ekonomike znižuje riziko nezaplatenia,
- zmluvné a zákonné platenie predstavuje plánované platby k určitému dňu alebo tak, aby prijímateľ odobral platbu v určitý deň. Pre platby vo vnútri krajiny dochádza k oneskoreniu zúčtovania platieb za reálnym časom o 1-2 dni a pri medzinárodných 3-5 a viac podľa toho, či sú známe cesty platenia a sieť korešpondenčných bánk,
- odložené platenie prostredníctvom dodávateľského úveru, kde je platba realizovaná zabezpečenými zmenkami alebo šekmi so stanoveným odkladom platenia, ktorý je vymedzený určenou dobou splatnosti zmenky alebo šeku. Pri tomto spôsobe platenia je možné použiť výhody zmenky alebo šeku.

2. Platobné dokumenty¹²⁹ slúžia na dokazovanie vzniku povinnosti platiť a ako dôkaz dlhovej sumy sa doručujú odberateľovi. V prípade dokumentárnych akreditívov sa dané doklady predkladajú príslušnej banke. Tieto doklady sú členené takto:

- obchodná faktúra predstavuje najviac používaný dokument. Musí spĺňať náležitosti právnych predpisov¹³⁰ krajiny odberateľa, aby boli splnené náležitosti na kontrolu dovozu a prečlenie produktu. Musí zároveň obsahovať náležitosti slúžiace na popis a overenie všetkých potrebných údajov podľa platnej legislatívy na Slovensku a pri exporte aj krajiny importu,

¹²⁶ Obchodný zákonník, Zákon zmenkový a šekový, Zákon o účtovníctve, Daňové zákony a pod.

¹²⁷ Na platby daní, ciel, poplatkov, odvodov na uhradenie a vyrovnanie záväzkov voči štátnym orgánom.

¹²⁸ Zavedením Dohovoru o praní špinavých peňazí, vyhľadávaní, zhabaní a konfiskácii ziskov z trestnej činnosti 109/2002 Z. z. a zákona 300/2005 Z. z. Trestný zákon.

¹²⁹ Tieto dokumenty možno členiť z rôznych hľadísk. Jednotlivé pravidlá pre inkasá (Medzinárodná obchodná komora, 1978) rozdeľujú dokumenty na finančné a obchodné. Kadlečíková, E. – Kremeňová, I. – Mičeková, M. – Rohoňová, M.: Bankovníctvo II. Žilina, Educo – Consult 1995, s. 43.

¹³⁰ Kadlečíková, E. – Kremeňová, I. – Mičeková, M. – Rohoňová, M.: Bankovníctvo II. Žilina, Educo – Consult 1995, s. 43-44.

Obchodná faktúra väčšinou obsahuje nasledujúce údaje:

- meno a adresu kupujúceho a predávajúceho,
- označenie „faktúra“, jej číslo, dátum vystavenia a odoslania,
- číslo a dátum objednávky,
- adresu peňažného ústavu a číslo účtu predávajúceho, príp. kupujúceho,
- dátum odoslania produktov,
- názov produktov a ich kvalitu, označení obchodnou značkou alebo iným zvyčajným spôsobom,
- množstvo udané podľa povahy produktov (mera, váha, obsah a pod.),
- spôsob balenia, počet kusov, označenie a čísla jednotlivých obalov, druh dopravného prostriedku, príp. meno lode, číslo vagónu atď.,
- cenu za jednotku množstva a cenu jednotlivých položiek,
- výdavky spojené s balením, prepravou, poistením,
- rabaty, skontá, provízie a iné zrážky,
- konečnú časť faktúry a jej splatnosť (splatnú ihneď, do 30, 60, 90 dní, proti prezentácii dokladov, proti akceptácii zmenky, akreditívom a pod.),
- rôzne doložky (dodacie, menové, všeobecné vyhlásenia exportéra, dovozné povolenie, vývozné povolenie a pod.).

Faktúra musí obsahovať vyúčtovanie pri zjednanej cene a dodacej doložke a jej údaje musia súhlasiť s údajmi v ostatných dokladoch. Niektoré krajiny vyžadujú, aby faktúru potvrdila miestna obchodná komora alebo konzulárne oddelenie zastupiteľského úradu.

- konzulárna faktúra slúži na potvrdenie splnenia dovozných podmienok na konzuláte importujúcej krajiny. Potvrďuje, že hodnota produktov zodpovedá fakturovanej sume. Svoje opodstatnenie má pri cenách produktov, ktoré sa výrazne odlišujú od cien importovanej krajiny a pri colnom deklarovaní sa prepočíta pre výpočet ceny určenej na preclenie,
- colná faktúra má obdobné vlastnosti ako konzulárna faktúra, ale má stanovený formulár importujúcej zeme a proces overovania produktov,
- poisťovacie dokumenty slúžiace ako dôkaz poistenia prepravy produktov. V praxi existuje jednotlivá poisťka zvlášť pre každý transport produktov alebo rámcová poisťovacia zmluva. Súhrnná poisťka zabezpečuje ochranu všetkých zásielok podľa zmluvy, pričom potvrdením sprevádzajúcim jednotlivé zásielky je poisťný certifikát. V prípade uplatnenia poisťky je použiteľný len originál,
- certifikát o kvalite slúži na potvrdenie výrobcu, že zasielané produkty sú v súlade so zmluvou a majú náležité kvalitatívne parametre,
- dopravné dokumenty¹³¹ slúžia pre odosielateľa ako dôkaz o zaslaní produktov a zároveň reprezentujú zaslané produkty.

3. Platobné doklady¹³² prikazujúce finančnej inštitúcii, v ktorej vlastní príkazca účet, vykonať platbu na základe dodaných platobných dokumentov. Tieto doklady musia obsahovať náležitosti stanovené zákonnými predpismi a pravidlami príslušnej bankovej inštitúcie.

4. Potvrdenie vykonania platby slúži ako dôkazový doklad pre podnikateľské aktivity¹³³. V hotovostnom platení sa používajú pokladničné bloky a potvrdenie o prevzatí platby. Pri bezhotovostnom styku je relevantným dokladom výpis z účtu.

Zvyšovaním významu medzinárodného obchodu a dodávok cez hranice nadobúdajú na význame dokumenty na uskutočnenie zmeny vlastníctva produktov pri obchodnej výmene medzi krajinami. Nárastom úrovne vymáhania a právneho povedomia stabilizovaných ekonomík naopak klesá potreba zaistovacích a kontrolných dokumentov a dokladov.

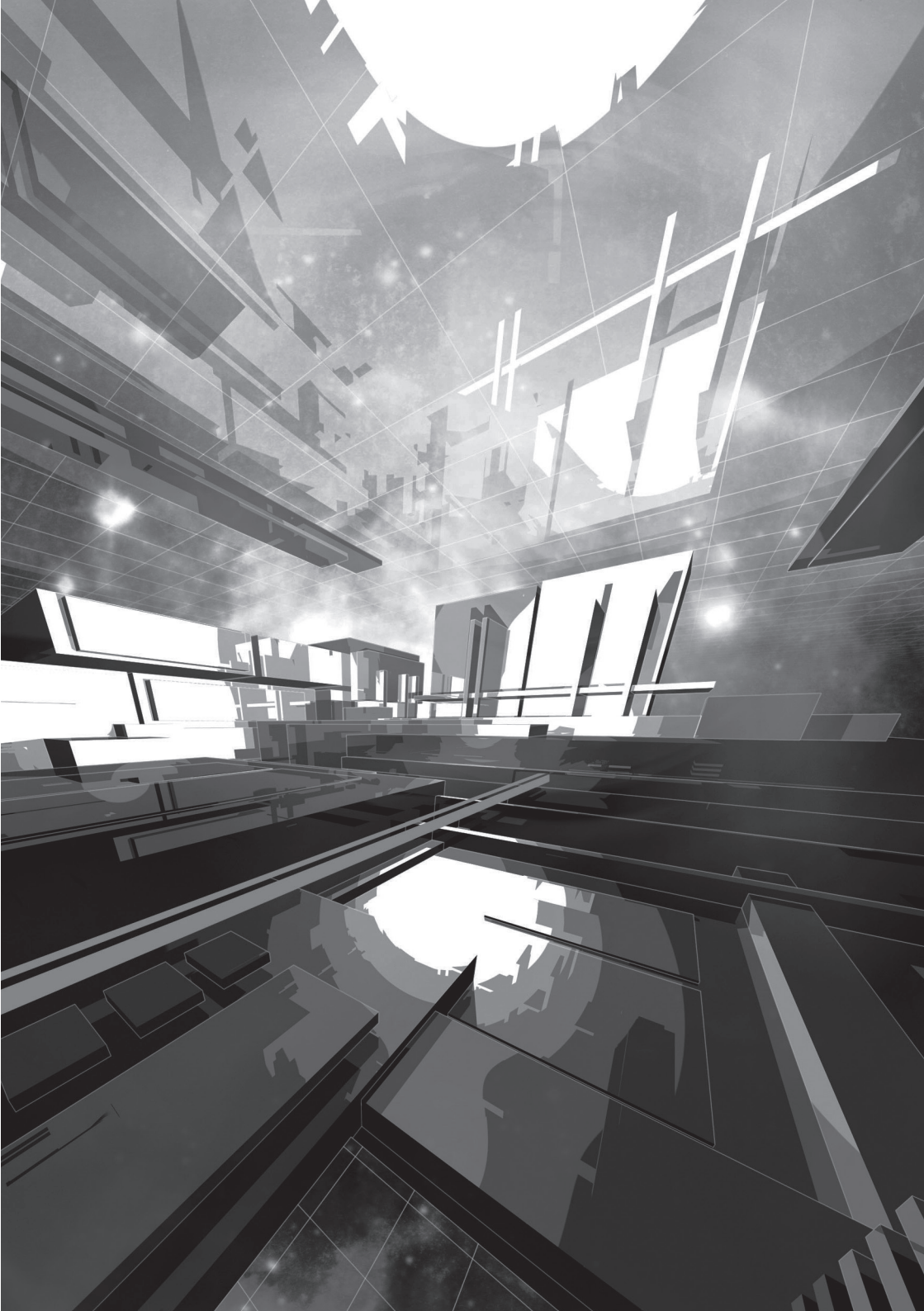
¹³¹ Kadlečíková, E. – Kremeňová, I. – Mičeková, M. – Rohoňová, M.: Bankovníctvo II. Žilina, Educo – Consult 1995, s. 43– 44.

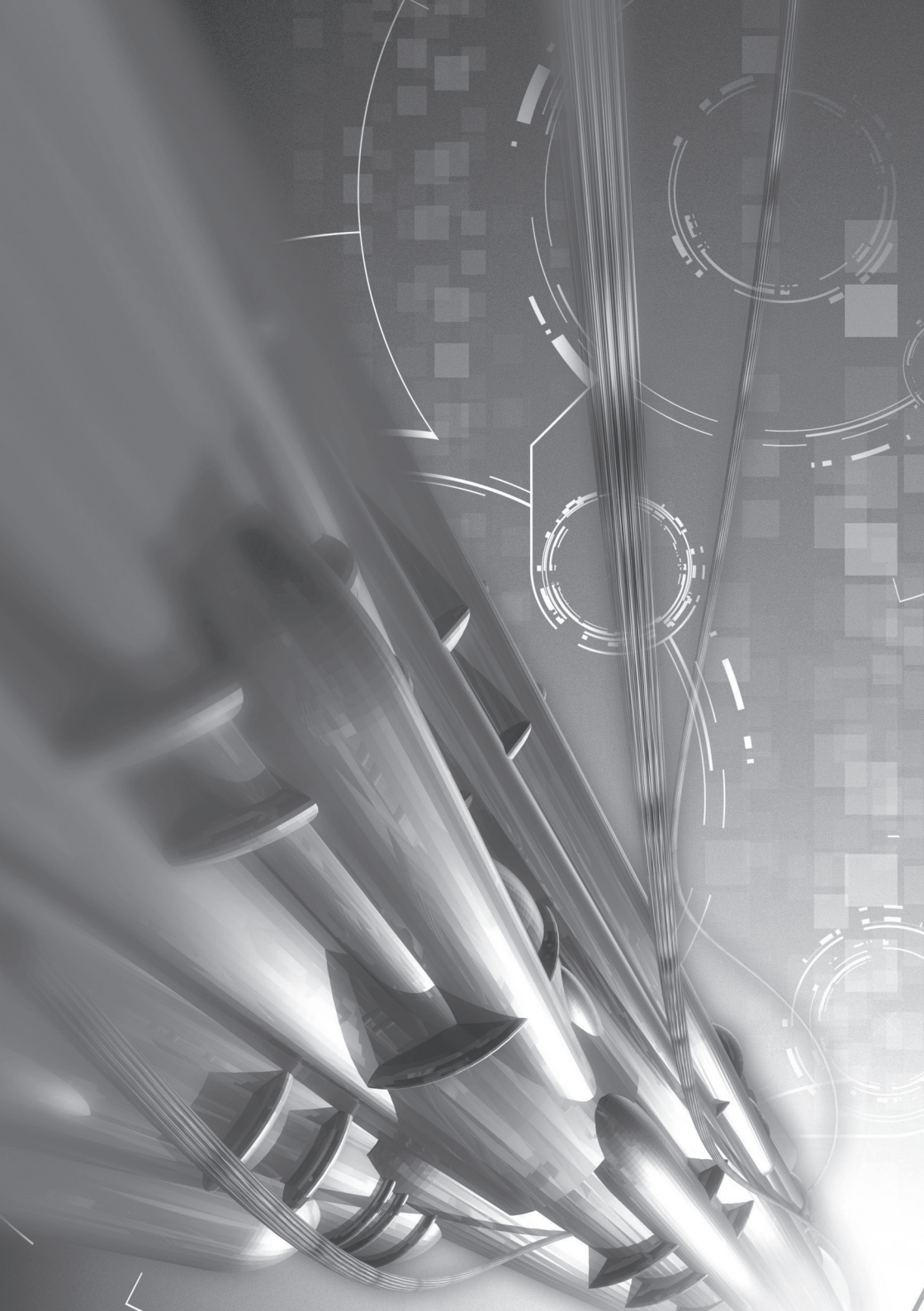
Dopravné dokumenty sa v praktickom obchode vyskytujú v nasledujúcich podobách:

- konosamenty,
- potvrdenie prvého lodného dôstojníka o prevzatí zásielky k preprave,
- vydací list,
- riečny náložný list,
- železničný nákladný list,
- cestný nákladný list,
- letecký nákladný list,
- špeditárske potvrdenie,
- poštový podací lístok,
- dokumenty kombinovanej prepravy.

¹³² Medzi ne patria: príkaz na úhradu, príkaz na inkaso, príkaz na výber v hotovosti, šek, zmenka, poštová poukážka a pod.

¹³³ Na preukázanie skutočných nákladov pri daňovom priznaní, dôkazový materiál pri súdnych sporoch, pri obchodných zľavách, ako vyjednávacía sila s partnermi a pod.





3. kapitola **Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky**



• Jedným z dôležitejších finančných výsledkov podniku, vyjadrujúcim úspešnosť podnikateľskej činnosti je zisk. Spravidla sa rozdeľuje na úhradu daní, výplatu dividend a samofinancovanie podniku. Dividendová politika vytvára priestor pre rozhodnutia, t. j. určuje koľko z vytvoreného zisku je výhodné a podnikateľsky správne ponechať v podniku, koľko vyplatiť na dividendách a následne stanovuje aj výšku dividendy pripadajúcu na jednotlivé druhy akcií. Pri tvorbe projektu dividendovej politiky musí finančný manažér zvládnuť teoretické prístupy a to dividendové teórie, druhy dividendovej politiky a rešpektovať mnohé ďalšie faktory. Primárnym cieľom dividendových rozhodnutí je zabezpečiť rast trhovej hodnoty podniku.

Dividendová politika slovenských podnikov je málo rozvinutá. Väčšina podnikov vznikla transformáciou zo štátnych podnikov (v rokoch 1992 až 1994) a ich ekonomické výsledky v mnohých prípadoch ani nedovoľovali vyplácať dividendy. Rozhodnutím o vyplatení dividend dávajú manažéri signál investorom o ich pohľade na budúcnosť podniku. Manažéri zvýšia dividendy iba v prípade ak majú istotu, že sú schopní zabezpečiť rovnaký nárast aj v budúcnosti. Nárast dividend investori interpretujú ako dôveru manažérov v schopnosť podniku zabezpečiť budúce zisky. Dôležitým aspektom je nahodnotenie, prípadne podhodnotenie akcií podniku v určitom časovom úseku. Väčšina manažérov nepreferuje podhodnotenie akcií nimi riadeného podniku, pretože tým vzrastajú náklady na nové financovanie. Obávajú sa aj toho, že podhodnotenie¹³⁴ týchto akcií zvýši pravdepodobnosť ich prevzatia konkurenčným subjektom. Manažérov nahodnotených podnikov by malo zaujímať trhové ohodnotenie akcií, pretože sú zo zákona zodpovední za zverejňovanie informácií relevantných pre investorov.

¹³⁴ Podhodnotenie (Undervaluation) možno definovať ako stav, kedy je tržová cena akcie (Price) menšia ako jej vnútorná hodnota (Value). Čím väčší je tento rozdiel, tým skôr či neskôr bude cena akcie stúpať smerom k objektívnej hodnote. Často sa také akcie považujú aj za bezpečnejšie.

Ich cieľom by preto nemalo byť nadhodnotenie akcií napriek tomu, že nadhodnotenie poskytuje možnosti získať nový kapitál s veľmi výhodnými sadzbami. Mnohí manažéri pokladajú svoj podnik za podhodnotený z hľadiska kapitálového trhu. Vyskytuje sa to pomerne často, pretože problémom manažérov býva reálny pohľad na výkonnosť podniku v budúcnosti. Predpokladať výkonnosť podniku v budúcnosti si vyžaduje od manažérov objektívne zhodnotenie ich vlastných budúcich manažérskych výkonov. Ne správne ohodnotenie podniku vzniká, ak investori nie sú schopní rozlišovať medzi neočakávanými zmenami vo vykazovaných príjmoch na základe výkonu manažmentu a stratami, ktoré sú mimo manažérskej kontroly (napr. kurzové zisky a straty). Manažéri môžu znížiť vplyv týchto efektov hedgingom účtovných rizík. Hoci je hedging nákladný, môže mať veľký prínos ak minimalizuje informačné problémy, ktoré vedú k nesprávnemu ohodnoteniu. Podľa prístupu, akým dividendová politika ovplyvňuje trhovú hodnotu podniku, je rozlišovaných niekoľko teoretických smerov. Pravica je skupina ktorá verí, že zvýšenie dividend zvýši hodnotu podniku – prodividendová teória. Ľavica je skupina radikálov ktorá verí, že zvýšenie dividend vedie k zníženiu hodnoty podniku – antidividendová teória. Uprostred je skupina ktorá tvrdí, že na dividendovej politike vôbec nezáleží – teória dividendovej neutrality, ktorá sa v prevažnej miere uplatňuje v podnikoch s vyspelou trhovou ekonomikou. Vo vyspelých ekonomikách je dividendovej politike venovaná veľká pozornosť, pretože na jej základe možno analyzovať a predvídať stav a vývoj podniku. Je jedným z významných faktorov, ktorý ovplyvňuje rozhodnutia investorov a tým aj postavenie podniku na trhu. Prvým krokom k pochopeniu dividendovej politiky je uvedenie si, čo tento pojem znamená. Dividendová politika je nevyhnutne spojená s akciami, s akciovou spoločnosťou. Predstavuje jeden zo základných typov finančného rozhodovania akciovej spoločnosti, ktoré tvoria podstatu finančného manažmentu podniku.¹³⁵

Názorové rozdiely na dividendovú politiku podniku

Dividendová politika predstavuje určenie princípov, na základe ktorých bude akciová spoločnosť zisk zadržiavať alebo rozdeľovať na dividendy a následne i stanovovať výšku dividendy, ktorá patrí na jednotlivé druhy vydaných akcií.¹³⁶ Vlastníci podnikov, resp. valné zhromaždenie môže svoju dividendovú politiku orientovať tak, že pri konečnom rozdeľovaní zisku bude preferovať buď samofinancovanie podniku, alebo vyšší podiel zisku vyplácaný na dividendy. Niektoré podniky vyplácajú nízke dividendy, pretože vedenie vidí budúcnosť podniku optimisticky a chce uchovať zadržané zisky pre expanziu podniku. V takomto prípade sú dividendy vedľajším produktom investičných rozhodnutí. Ak sa však budúce príležitosti vyčerpajú, je oznámený vzrast dividend a cena akcií klesne. Iný podnik môže financovať kapitálové výdavky najmä pôžičkami. Tým sa uvoľňuje hotovosť pre dividendy. V takom prípade sú dividendy vedľajším produktom rozhodnutia podniku o pôžičkách. Z teoretického hľadiska je zisk podniku po zdanení výnosom akcionárov a celý by mal byť rozdelený akcionárom vo forme dividend.

¹³⁵ Hlavnou úlohou dividendovej politiky je napláňovať základný cieľ akciovej spoločnosti. Prijímanie rozhodnutia o dividendovej politike nemôže byť izolované od ostatných typov finančných rozhodnutí, ale v súlade s nimi.

¹³⁶ Výška dividendy sa stanovuje z tej časti vykázaného zisku, ktorý akciovej spoločnosti ostal po zaplatení daní, po vykonaní prísunu (resp. dotácii) do zákonného rezervného fondu vyplývajúcej zo zákona, ďalej po vykonaní dotácií štatutárnym rezervným fondom, t. j. rezervným fondom, ktoré sa akciová spoločnosť zaviazala tvoriť vo svojom štatúte a po výplate tantiém (odmien členov volených orgánov akciovej spoločnosti zo zisku).

Akcionári by mali rozhodnúť, či chcú reinvestovať svoj podiel na zisku do vlastného podniku alebo ho investovať do inej oblasti podnikania. Dividendová politika posúva tento rýdzo teoretický prístup do teoreticko-praktickej roviny. Určuje koľko z vytvoreného zisku je výhodné a podnikateľsky správne ponechať v podniku a koľko vyplatiť na dividendách. Predmetom dividendovej politiky sú štyri základné otázky:

- koľko percent z čistého zisku sa vypláca na dividendy,
- koľko percent z čistého zisku sa reinvestuje,
- v akej forme majú byť vyplácané dividendy,
- ako ovplyvňujú vyplatené dividendy hodnotu a. s.

Pri hľadaní odpovedí na tieto otázky si podnik musí stanoviť ciele, ktorým potom podriaďuje svoje rozhodnutia. Prevažná väčšina autorov v oblasti podnikových financií považuje za hlavný cieľ podniku maximalizáciu trhovej hodnoty, ktorú možno vyjadriť týmto spôsobom:

$$TH = \sum_{i=1}^n TCA_i \times m_i$$

kde:

TH – tržová hodnota akciovej spoločnosti,

TCA_i – tržová hodnota i-teho druhu akcie,

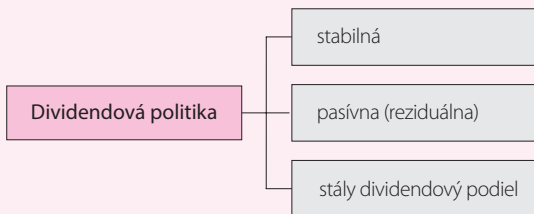
m_i – počet emitovaných akcií,

n – počet jednotlivých druhov akcií emitovaných akciou spoločnosťou.

Výrazne ovplyvňujúcim faktorom dividendovej politiky je momentálna potreba hotovosti. Ak manažment podniku chce vyplatiť dividendy v období, keď má podnik nedostatok hotovosti, aby splnil momentálne záväzky, vedie to k zadlženiu podniku.

Druhy dividendovej politiky

Dividendová politika predstavuje hľadanie kompromisu medzi nerozdelením zisku akcionárom a výplatou dividend spojenou s prípadnou emisiou nových akcií. V praxi existuje viacero druhov dividendovej politiky. Ich prehľad ponúka obr. 39. Dividendová politika môže mať vplyv na kapitálovú štruktúru. Zvýšenie dividend sa realizuje len vtedy, ak je manažment a. s. presvedčený, že bude v budúcnosti schopný udržať novú dividendu na jednu akciu.



Obr. 39. Druhy dividendovej politiky

V súčasnej dividendovej praxi sa uplatňujú tri základné typy dividendovej politiky. Stabilná dividendová politika spočíva v udržiavaní stálej výšky dividendy na akciu. V bežnom roku by dividendá nemala byť nižšia, ako v predchádzajúcom roku, resp. dividendá sa mierne zvyšuje. Pri pasívnej resp. reziduálnej dividendovej politike

podnik využíva vytvorený zisk prednostne na financovanie výnosnejších investičných príležitostí. Dividendové platby sú v jednotlivých rokoch rozdielne, pretože závisia od investičných príležitostí podniku. Pri politike stáleho dividendového podielu podnik používa percentuálne stálu časť zisku po zdanení na výplatu dividend.

Zníženie dividendy je zlým signálom o akciovej spoločnosti, preto sa k nemu pristupuje len výnimočne. Stabilná dividendová politika vychádza zo štyroch princípov:

- dividendá pripadajúca na jednu akciu v bežnom roku nesmie byť menšia ako dividendá na akciu v predchádzajúcom roku,
- akciové spoločnosti ako ich dlhodobý cieľ sledujú určitú výšku dividendového podielu, ktorá by nemala byť prekročená,
- akciová spoločnosť má záujem zvyšovať dividendu, čo predstavuje pozitívny signál o jej hospodárení,
- prvý princíp je nadradený druhému princípu a druhý princíp je nadradený tretiemu.

Uvedené princípy sa týkajú výplaty riadnych dividend. Pokiaľ chce podnik vyplatiť vysokú peňažnú dividendu, ktorú v budúcnosti nebude schopný opakovať, využije mimoriadnu dividendu.

Zvýšenie riadnej dividendy sa realizuje len v prípade, ak vrcholný manažment podniku je presvedčený o prosperite akciovej spoločnosti a neobáva sa, že by v budúcnosti bolo nutné ju znížiť. Pri pasívnej resp. reziduálnej dividendovej politike podnik používa na financovanie investičných príležitostí prednostne interný kapitál. Len v prípade, ak nemá možnosť investovať do projektov s vyššou rentabilitou, ako sú náklady obetovanej príležitosti priemerného akcionára, bude zvyšok interného kapitálu rozdeľovať vo forme dividend. Tento druh dividendovej politiky sa uplatňuje najmä v malých a začínajúcich akciových spoločnostiach s malým počtom akcionárov.

Dividendová politika zameraná na udržanie stálej výšky dividendového podielu spočíva v tom, že podnik zvyšuje, respektíve znižuje dividendu na jednu akciu v závislosti od vývoja zisku na akciu. Za optimálnu sa považuje taká dividendová politika, pri ktorej je trhová hodnota podniku maximálna. Tento druh dividendovej politiky je historicky najstarší, avšak v súčasnosti je na ústupe.

Alternatívy uplatnenia dividendovej politiky

Často používaným nástrojom distribúcie zisku je spätný nákup akcií, ktorý pomáha podniku zbaviť sa veľkej časti hotovosti.¹³⁷ Spätný nákup akcií poskytuje investičnú príležitosť podniku a vplýva na kapitálovú štruktúru a čistý zisk na akciu (EPS), čím zvyšuje hodnotu akcie. V odbornej literatúre sa možno stretnúť s názorom, že spätné odkúpenie akcií môže byť tiež jedným z prejavov dividendovej politiky. Je však potrebné doplniť, že spätné odkúpenie akcií môže akciová spoločnosť využívať aj ako formu stratégie, respektíve spôsob, ktorým môže zabrániť nepriateľskému prevzatiu podniku. Podnik môže odkupovať svoje akcie týmito základnými spôsobmi:

- formou verejnej ponuky,
- na základe dohody od veľkých akcionárov,
- nákupom na finančnom trhu,
- nákupom od svojich zamestnancov.

Odkúpené akcie používa podnik väčšinou pri splnení svojich záväzkov vyplývajúcich z dividendového reinvestičného plánu alebo zo zvláštnej klauzuly stanov o predaji a odkúpení zamestnaneckých akcií. Taktiež ich využíva pri premene prevoditeľných prioritných akcií a ob-

¹³⁷ Hinzeller, G.: Podniky pristupujú k vyplácaniu dividend pre akcionárov rôzne. Investor (sprievodca vo svete osobných financií) 9/2007. Bratislava, Ecopress a. s., s. 31.

ligácií na kmeňové akcie, pri fúzii, akvizícii a pod. Spätne odkúpenie sa väčšinou realizuje za vyššiu cenu ako je trhovú cenu. Investori, ktorí svoje akcie nepredajú majú kapitálový zisk, pretože sa zníži počet akcií v obehu a zvýši sa ich podiel na vlastníctve podniku, t. j. zvýši sa výnosnosť na jednu akciu. Pre akcionárov je spätý nákup akcií výhodný najmä z daňového hľadiska. Zdaňovanie realizovaných kapitálových ziskov je v niektorých krajinách nižšie ako zdanenie dividend. Nerealizované kapitálové zisky majú oproti dividendám aj tú výhodu, že sa zdaňujú až pri realizácii. Akcie, ktoré podnik spätne odkúpi, môže v prípade potreby zdrojov ponúknuť investorom na kapitálovom trhu.

Štiepenie akcií predstavuje proces, pri ktorom dochádza k vydaniu nových akcií súčasným akcionárom. Za bežných podmienok sa uskutoční vtedy, keď je trhovú cenu akcií príliš vysoká a je v záujme podniku jej hodnotu znížiť, aby nepôsobila negatívne na dopyt zo strany investorov. Pri štiepení sa jedna akcia rozdelí na dve a viac akcií, čo spôsobí pokles ich trhovej ceny. Tým sa znižuje nominálna hodnota každej akcie.¹³⁸

¹³⁸ Príkladom je rozdelenie 100 akcií v hodnote 50 EUR/kus na 200 akcií, každú v hodnote 25 EUR.

Exkurz 1

Vplyv dividendovej politiky na hodnotu podniku

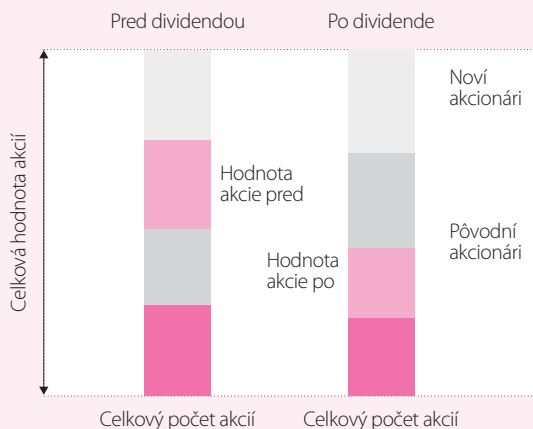
Základnou otázkou je, ako dividendová politika ovplyvňuje hodnotu podniku. Krajné názory ekonómov sa prezentujú protichodne. Oproti tvrdeniu, že dividendová politika hodnotu podniku ovplyvňuje je tvrdenie, že dividendová politika hodnotu podniku neovplyvňuje. Tretí názor dokonca tvrdí, že dividendová politika na hodnotu podniku nemá žiadny vplyv. Niektoré odpovede vyplývajú z obr. 40.

Je zrejmé že kapitálová strata, ktorú utrpeli pôvodní akcionári, je vyvážená tým, že novo-získané peniaze sú vyplatené v dividendách. Zdalo by sa, že tu nie je žiadny rozdiel, dokonca môžu nastať straty vyvolaním ďalších nákladov. Avšak pokiaľ existujú efektívne kapitálové trhy, môžu získať peňažné prostriedky predajom akcií. Preto pôvodní akcionári prijímajú peniaze buď tak, že presvedčia vedenie podniku aby vyplatilo vyššiu dividendu, alebo tak, že predajú časť akcií. V oboch prípadoch dochádza k presunu hodnoty od pôvodných akcionárov k novým akcionárom. Jediný rozdiel je v tom, že v prvom prípade je tento presun spôsobený zriadením hodnoty všetkých akcií podnikov a v druhom prípade znížením počtu akcií, ktoré vlastnia pôvodní akcionári.

Pretože investori nepotrebujú dividendy k tomu aby získali peniaze, nebudú platiť vyššiu cenu za akcie podnikov, ktoré vyplácajú vyššie dividendy. Preto sa podniky nemusia zaoberať dividendovou politikou. Môžu nechať dividendy kolísať ako vedľajší účinok investičných a finančných rozhodnutí. Dve krajné alternatívy dividendovej politiky sú porovnané na obr. 41.

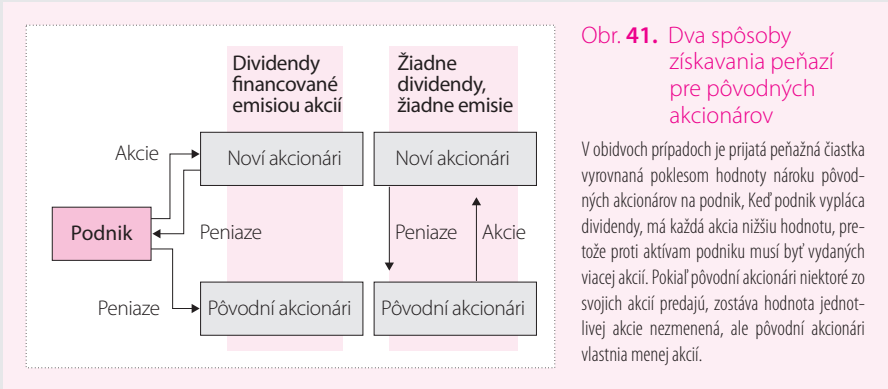
Pragmatické postupy v slovenských podnikoch vyvolávajú rad nových otázok zaujímavých vrcholných manažérov a investorov. Zdôvodnenia a poznatky čerpajú zo zahraničných skúseností. Predovšetkým ide o to, či má vyplácanie dividend vplyv na hodnotu podniku. Rovnako nie je jednoznačne zodpovedané, či investičné rozhodnutia podniku, investície do nových projektov sú závislé na jeho finančnej politike, vrátane vyplácania dividend.

Z teoretického hľadiska čistý zisk po zdanení je výnosom a mal by byť rozdelený akcionárom vo forme dividend. Akcionári by mali rozhodnúť o jeho optimálnej alokácii, t. j. či chcú



Obr. 40. Vzťah hodnoty podniku k vyplateným dividendám

Keď podnik vyplatí tretinu svojho imania v dividendách a získa peniaze emisiou nových akcií. Prevod hodnoty k novým akcionárom je rovnocenný výplata dividendy. Celková hodnota podniku sa nezmení.



Obr. 41. Dva spôsoby získavania peňazí pre pôvodných akcionárov

V oboch prípadoch je prijatá peňažná čiastka vyrovnaná poklesom hodnoty nároku pôvodných akcionárov na podnik. Keď podnik vypláca dividendy, má každá akcia nižšiu hodnotu, pretože proti aktívam podniku musí byť vydaných viac akcií. Pokiaľ pôvodní akcionári niektoré zo svojich akcií predajú, zostáva hodnota jednotlivých akcií nezmenená, ale pôvodní akcionári vlastnia menej akcií.

reinvestovať svoj podiel na zisku do vlastnej akciovej spoločnosti alebo investovať do inej, výnosnejšej oblasti podnikania.

Dividendová politika určuje, koľko vytvoreného zisku je výhodné ponechať v akciovej spoločnosti a koľko vyplatiť na dividendách. Následne stanovuje aj výšku dividend pripadajúcu na jednotlivé druhy akcií.

Dividendová politika v kontexte s investičnými zámermi

Spravidla sa uznáva, že nezáleží na tom, z akých zdrojov je dobrý projekt financovaný. Avšak platí to vtedy, ak sa prijme téza, že dividendová politika neovplyvňuje hodnotu podniku. Ale rovnako sa môže predpokladať, že hodnotu podniku ovplyvňuje. V takom prípade je príťažlivosť nového projektu závislá od toho, odkiaľ sa na neho získajú peniaze. Napríklad keby investori dávali prednosť podnikom s vysokými dividendami, podniky by mohli váhať s financovaním investícií z nerozdeleného zisku.

Niektoré podniky vyplácajú nízke dividendy, pretože vrcholný manažment chce zachovať nerozdelený hospodársky výsledok pre expanziu podniku. V takom prípade sú dividendy vedľajším produktom rozhodnutia podniku v investičnom rozpočte. Avšak budúce príležitosti sa môžu vyčerpať, oznámi sa nárast dividend a cena akcií klesne. Je potom zložité posudzovať vplyv zvýšenia dividend od vplyvu sklamaní investorov nad stratenými príležitosťami rastu.

Iný podnik môže financovať kapitálové výdavky hlavne cudzím kapitálom. Tým uvoľňuje hotovosť pre dividendy. V takom prípade sú dividendy vedľajším produktom rozhodnutia podniku v pôžičkách. Je preto žiaduce oddeliť dividendy od ostatných úvah pri finančnom riadení podniku. Podstatná je otázka, aký majú vplyv zmeny dividend pri danom finančnom rozpočte a danom dlhu. Peniaze na vyplácanie dividend pri daných investíciách a pôžičkách je možné získať z jediného zdroja a to novej emisii akcií. Z toho potom vychádza definícia dividendovej politiky ako kompromis medzi nerozdeleným ziskom na jednej strane a výplatom peňazí spolu s emisiou nových akcií na strane druhej. Neznamená to však, že podnik bude pri každom vyplácaní dividend vydávať novú emisiu akcií. Keby sa však znížili dividendy, mohli by sa novým emisiám vyhnúť. Niekedy podniky obmedzujú dividendy do tej miery, že nemusia vôbec vydávať akcie. Môžu tak urobiť príležitostne a zvýšiť dividendy. Je to voľba, prístupenie na kompromis, ktorý je v rukách vrcholného manažmentu podniku.

Dividendy ako druh finančného výnosu

Napriek tomu, že dividenda¹³⁹ je chápaná ako druh výnosu, vo finančnej teórii sa možno stretnúť s dvomi definíciami dividend. A to:

- dividenda predstavuje časť zisku, ktorá sa rozdeľuje medzi akcionárov,
- dividenda je vyplatený podiel na zisku pripadajúci na jednu akciu.¹⁴⁰

Najčastejšou formou dividend je hotovosť alebo akcie, no možno sa stretnúť aj s dividendou vo forme produktu, nehnuteľnosti alebo investície.

Investori často ignorujú dividendy a sústreďujú svoju pozornosť na kapitálové zisky, ktoré môžu získať rastom ceny akcií. Hľadajú akcie, ktoré sú schopné zdvojnásobiť svoju hodnotu namiesto takých, ktoré produkujú trvalo rastúce dividendy. To však neplatí vždy. Z dlhodobého hľadiska pochádza jedna tretina až jedna polovica celkového výnosu akcií z dividend. Nákup akcií s dobrou dividendou neznamená, že sa investor vzdáva možnosti ich zhodnocovania.

Vela podnikov s dobrým dividendovým výnosom si v minulosti vytvorilo pozitívne renomé týkajúce sa ich finančnej sily, ktoré sa prejavilo aj rastom ceny ich akcií. Avšak priveľmi vysoká dividenda môže znamenať, že cena týchto akcií je z nejakého dôvodu stlačená. Takýmto dôvodom môžu byť finančné alebo iné ťažkosti podniku. Pre investorov, ktorých cieľom je maximalizovať bežné príjmy sú najlepšou voľbou cenné papiere s fixným výnosom. Tieto cenné papiere však majú závažný nedostatok v tom, že inflácia redukuje kúpnu silu fixného toku peňazí. Okrem toho klesne aj kúpna sila úrokov z týchto obligácií.

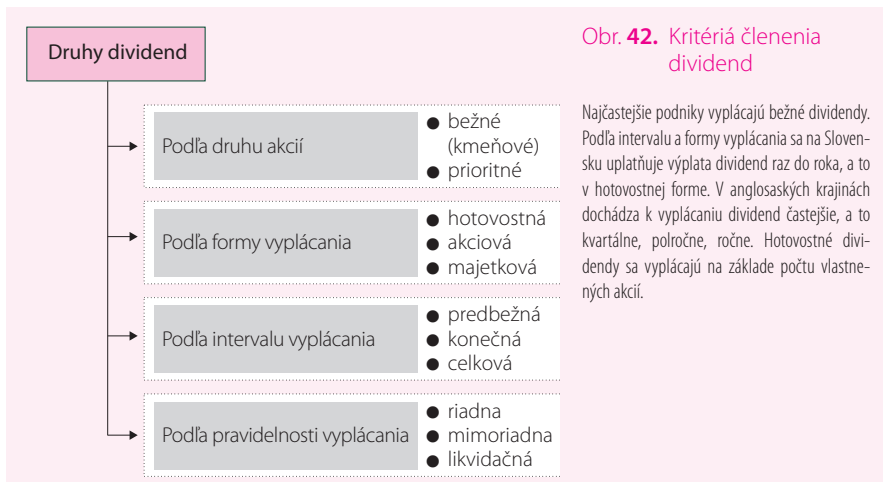
Najlepším zabezpečením proti inflácii je investovanie do akcií – a to priamo alebo prostredníctvom investičných fondov. Na rozdiel od obligácií sa pri akciách zvyšujú vyplácané dividendy rýchlejšie ako inflácia. Dividendy obyčajných akcií majú tendenciu k rastu v súlade s rastom ziskov podniku.

Druhy dividend

Podnik by nemal vyplácať dividendy, ak to bude neskôr znamenať nutnosť získania hotovosti emisiou akcií alebo iných rizikových cenných papierov.

Dividendy možno členiť podľa rôznych hľadísk a to podľa druhu a podoby akcie, na ktorý je dividenda vyplatená, podľa intervalu vyplácania dividendy a pravidelnosti vyplácania dividendy. Vzhľadom na predchádzajúce členenie existujú nasledujúce druhy dividend (obr. 42).

Rozdeľovanie finančných výsledkov však závisí do veľkej miery od spôsobu vytvárania zisku ako interného zdroja pre samofinancovanie, od právnej formy podniku a od typu podniku. Napríklad v podniku jednotlivca celý zisk pripadá na vlastníka, v podniku osobných spoločností rozdeľovanie zisku pripadá na jednotlivých spoločníkov, v akciovej spoločnosti je celé rozdelenie a dividendová politika značne zložitá. Uskutočňuje sa prostredníctvom dividendového plánu, ktorý sa rozpracováva na štvrťrok, polrok až rok. Proces vyplácania dividend závisí od legislatívy danej krajiny, od stanov a priorít podniku. Cena akcie môže byť pasívna (keď dividendy sú zadržané na ďalší rozvoj), aktívna (nárast dividend, rozvoj podniku sa zabezpečí z úverov) a stabilná (stále rovnaké vyplácanie dividend). Je možná aj finančná politika, podľa ktorej sú zmeny dividend pozitívne korelované s manažérmi odhadovanou hodnotou aktív.



Členenie podľa druhu akcie

Podľa druhu akcie, na ktorý je dividenda vyplatená, sú dividendy členené na bežné (kmeňové) a prioritné dividendy. Prioritné dividendy sú vyplácané vlastníkom prioritných akcií. Keďže prioritná akcia má osobitné práva s prednostným podielom na zisku, môže mať tiež prioritná dividenda rôznu podobu:

- Dividenda s pevne stanovenou časťou na prioritnú akciu. Takúto dividendu možno ďalej deliť na kumulatívnu a nekumulatívnu. To, o aký druh ide, by malo byť tiež uvedené v stanovách a. s. O kumulatívnu dividendu ide v prípade, ak je výška dividendy stanovená na samotnej akcii. Vlastník takýchto akcií má nárok na to, aby sa dividenda za roky, počas ktorých nebola vyplácaná, kumulovala.¹⁴¹ Táto dividenda musí byť vyplatená prednostne pred akoukoľvek bežnou dividendou.
- Dividenda s rovnakým podielom na dosiahnutom zisku v prípade kmeňových akcií. Vlastníci prioritných akcií majú však prednostné právo na podiel na zisku.
- Kombinácia predchádzajúcich dvoch možností predstavuje tzv. podielovú prioritnú dividendu. Vlastník prioritnej akcie má právo dostať bežnú dividendu v prípade, ak bude bežná dividenda vyššia ako pevná čiastka stanovená na túto akciu. V prípade ak bude bežná dividenda menšia, má právo dostať čiastku uvedenú na akcii.

Pri financovaní podniku prioritnými akciami nedochádza k rastu vplyvu akcionárov na vedenie podniku ako v prípade kmeňových akcií. V prípade rastu zisku, dividendy z prioritných akcií sú stabilné a očakávaný výnos je konštantný (dividendy z prioritných akcií sú nižšie, ale sú istejšie lebo sú vyplácané dlhodobo).

¹³⁹ Dividendy predstavujú dlhodobý zisk.

¹⁴⁰ Marek, P.: Rozdeľovanie hospodárskeho výsledku a dividendová politika. Praha, Ekopres 2002.

Členenie podľa formy vyplácania

Dividendy predstavujú ďalší spôsob ako sa podieľať na raste podniku.¹⁴² Dividendy môžu byť vyplácané v hotovosti alebo vo forme dodatočných akcií. Väčšina podnikov ponúka aj plány znouinvestovania dividend. Znamená to, že namiesto toho aby boli investorovi vyplatené dividendy, môže sa hodnota dividend použiť na nakúpenie väčšieho podielu akcií akciovej spoločnosti v mene investora. Toto je spôsob, akým môže investor zvýšiť svoje investície v akciovej spoločnosti počas dlhšieho obdobia.¹⁴³ Výplata dividend môže byť realizovaná v rôznych formách:

- V hotovosti – tzv. hotovostná dividend, ktorá je najbežnejším spôsobom výplaty dividend. S touto formou dividendy sú spojené výhody ako aj nevýhody súvisiace najmä s vyššou administratívnou náročnosťou v prípade vyššieho počtu akcionárov. Môže dôjsť k situácii (najmä pri výplatách nízkych dividend), že výška nákladov spojených s výplatou dividend bude porovnateľná s výškou samotnej dividendy.

Výnos dividend je údaj získaný podielom ročnej dividendy v hotovosti a konečného kurzu akcie, na ktorú je vyplácaná. Ročná dividend je založená na výške výplaty za posledný štvrtrok. To znamená, že ak je dividend za posledný štvrtrok vyplatená vo výške 250 peňažných jednotiek predpokladá sa, že ročná dividend bude vo výške 1000 peňažných jednotiek.

- V podobe novej kmeňovej akcie – tzv. akciová dividend. Predstavuje vyplácanie podielu na zisku v podobe nových akcií a. s. Zvyčajne sa vyjadruje v percentách k počtu akcií, ktoré akcionári vlastnia. Akciová dividend je vhodná pri nedostatku hotovosti. Výplata dividendy takouto formou sa môže realizovať:
 - rozdelením nových akcií medzi akcionárov,
 - vydaním tzv. dočasných potvrdení o vlastníctve určitého zlomku akcie. V čase, keď má akcionár dostatočný počet takýchto potvrdení, môže ich vymeniť za akcie,
 - výmenou starých akcií za nové s vyššou nominálnou hodnotou,
 - vyznačením vyššej nominálnej hodnoty na doterajších akciách.

■ V podobe nehotovostného majetku akciovej spoločnosti – tzv. majetková dividend. Jej podstata spočíva v tom, že má nepeňažnú podobu (napr. vo forme produktov). S výplatou takejto dividendy môžu vzniknúť nemalé problémy a preto výplata majetkových dividend je viac-menej záležitosťou malých akciových spoločností s menším počtom akcionárov.

Výhodou akciových dividend je to, že neznižujú peňažné prostriedky, ktoré môže akciová spoločnosť použiť na svoju ďalšiu činnosť. Ak sa dividend vypláca formou rozdelenia nových akcií alebo vydania dočasných poukážok dochádza na jednej strane k zníženiu základu pre ohodnotenie trhovej ceny akcie, na druhej strane k zachovaniu podielu akcionára na majetku podniku.

Členenie podľa intervalu vyplácania

Najbežnejším intervalom vyplácania dividend je jeden rok. V Anglosaských krajinách (predovšetkým v USA) dochádza k vyplácaniu dividend aj v kratších časových intervaloch, napríklad štvrtročne. Dividend vyplácaná v priebehu roka sa označuje ako predbežná dividend a musí byť dodatočne schválená na valnom zhromaždení, na ktorom je tiež schválená aj konečná dividend v danom finančnom roku. Takáto dividend potom spolu s predbežnými dividendami predstavuje celkovú dividendu.

¹⁴¹ Kumulácia dividend pre podnik je nevýhodou. Podnik ju musí uhradiť aj v prípade straty.

Členenie podľa pravidelnosti vyplácania

V závislosti od pravidelnosti vyplácania existujú nasledujúce druhy dividend: Riadne hotovostné dividendy, ktoré sú vyplácané štvrtročne. Niektoré akciové spoločnosti ich vyhlasujú mesačne, polročne, alebo ročne. Väčšina dividend je vyplácaná v hotovosti. Pojem „riadne“ znamená, že akciová spoločnosť očakáva, že bude môcť zachovať platbu aj v budúcnosti. Keď a. s. nechce vydávať také uistenia, vyhlási zvyčajne riadne a dodatočné dividendy. Investori potom berú dodatočnú dividendu ako platbu, ktorá sa možno nebude opakovať.

- Zvláštna alebo mimoriadna dividendá predstavuje platbu, u ktorej je opakovanie nepravdepodobné.
- Vo väčšine prípadov môžu obchodné spoločnosti vyplatiť dividendy na základe dosiahnutého účtovného zisku, avšak podnikové zmluvy dovoľujú stanoviť dividendy aj z iných zdrojov, ako zo zisku. Takéto dividendy sa nazývajú likvidačné dividendy, pretože predstavujú návrat investícií akcionára a nie zisk.

Vyplácanie dividend môže byť realizované vo viacerých formách. V závislosti od toho sú rozlišované:

- konštantné dividendy pripadajúce na jednu akciu, pri ktorých je dividendá stanovená na základe predpokladanej výnosovej situácie podniku. K zvyšovaniu dividendy sa pristupuje v situácii, ak existuje predpoklad permanentného zvyšovania budúcich výnosov,
- kontinuálne rastúce dividendy pripadajúce na jednu akciu, sa zvyšujú pevne stanovenou mierou rastu, čiastočne prispôbenou očakávanej inflácii,
- konštantný podiel vyplácaného zisku spôsobuje vysokú variabilitu vyplácaných dividend.

Podniky, ktoré vyplácajú dividendy majú obyčajne stanovenú dividendovú politiku. Okrem pravidelne sa vyplácaných dividend sa vyplácajú aj nepravidelne dividendy, ktoré závisia od zisku generovaného akciovou spoločnosťou. Niektoré spoločnosti vyplácajú štvrtročné dividendy a okrem toho aj tzv. extra dividendy.¹⁴⁴ Takúto politiku uplatňujú podniky pôsobiace v cyklickom priemysle, pretože zisk kolíše počas dlhšieho obdobia a podniky potom môžu byť tlačené k tomu, aby zvýšili hodnotu štvrtročne vyplácaných dividend. Spoločnosť je neskôr schopná dividendy vyplatiť.

Právna úprava dividend

Výšku dividend určujú akcionári resp. vlastníci podniku. Dividendy sú vyplácané všetkým akcionárom, ktorí sú k stanovenému dátumu (dátumu uzávierky) registrovaní. Podnik však môže akcionárom vyplácať dividendu len pri splnení zákonných podmienok.¹⁴⁵ Znamená to, že až do zrušenia spoločnosti môže byť medzi akcionárov rozdelený vždy len čistý zisk znížený o prídely do rezervného fondu, prípadne ďalších fondov, ktoré spoločnosť vytvára podľa zákona a o neuhradenú stratu minulých období. Tento zisk môže byť naopak zvýšený o nerozdelený zisk z minulých období a fondy tvorené zo zisku, ktorých použitie zákon nestanovuje.

Akcie sa bežne predávajú a kupujú s dividendou ešte niekoľko dní pred dátumom uzávierky. Investori, ktorí kupujú akcie s dividendou, sa nemusia obávať, či budú ich akcie včas registrované. Predávajúci je povinný im dividendu vyplatiť. Podobne investor, ktorý kúpi akciu „bez dividendy“ je povinný ju vrátiť, ak ju dostane. Ak by sa dozorná rada a. s. rozhodla predať všetky podnikové aktíva a rozdeliť peniaze vo forme dividend, nezostali by žiadne prostriedky na zaplatenie dlhu

¹⁴² Podiel na raste podniku cez plány znovuinvestovania dividend, t. j. dividend reinvestment.

¹⁴³ <http://www.rmsfnpport.sk> (možnosti investovania).

a. s. Preto sa často držiteľia obligácií zabezpečujú proti možnému nebezpečenstvu tým, že stanovujú limit platby dividend. Zákony taktiež chránia veriteľov podniku proti nadmerným platbám dividend. Zákony rozlišujú medzi „legálnym kapitálom“ a „prebytkom“. Legálny kapitál je obvykle daný nominálnou hodnotou všetkých akcií v obehú. Je daný časťou alebo všetkými príjmami z emisie akcií. Prebytok je objem financií, ktorý ostáva po odrátaní legálneho kapitálu od účtovnej hodnoty čistého imania. Podniky môžu vyplácať dividendy z prebytku, ale nemôžu rozdeliť legálny kapitál.

Zdaňovanie dividend v podmienkach SR

Zákon o dani z príjmov odstraňuje duplicitu zdaňovania zisku podnikov¹⁴⁶. Od roku 2004 už výplata podielu na zisku vo forme dividend nie je predmetom dane z príjmu.¹⁴⁷ Pozitívom novej daňovej legislatívy je zrušenie zrážkovej dane na dividendy a podiely na zisku, čo prináša vlastníkom slovenských podnikov úsporu daňových nákladov. Týmto ustanovením sa SR priblížila k legislatíve členských štátov EÚ, ktoré uplatňujú smernicu „matka-dcéra“, podľa ktorej štáty EÚ nezaťažujú dividendy dcérskej spoločnosti zahraničného investora zrážkovou daňou, ak tento investor pochádza z inej členskej krajiny. Existujú názory podporujúce opätovné zavedenie zdaňovania dividend (zdaňiť zisk a potom zdaňiť ešte vyplatené dividendy). To by však spôsobilo znevýhodnenie domácich podnikov oproti dcérskym zahraničným podnikom. Veľké nadnárodné podniky môžu previesť dividendy do dcérskeho podniku v krajine, kde sa daň z dividend neplatí. Nadnárodné podniky by teda nezaplatili daň z dividend nikomu, ale slovenský podnik by ju platiť musel. Daň z dividend je na Slovensku zrušená pre domáce i zahraničné podniky.¹⁴⁸ Dvojitému zdaňovaniu dividend zabraňujú medzinárodné zmluvy o zákaz dvojitého zdaňovania a smernice Európskej únie. Zisky, ktoré dcérsky podnik prerozdelí svojmu materskému podniku, sa oslobodzujú od výberu daní. To znamená, ak by slovenská filiálka zahraničného podniku previedla svoj zisk vo forme dividend materskému podniku do svojej krajiny, tento zisk slovenské daňové orgány nemôžu zdaňiť. Smernica¹⁴⁹ považuje za materský podnik každú, ktorá má aspoň 10 % akcií dcérskeho podniku.

Aktualizované pre Reflexie č.3/2018

Rok 2017 – významný medzník zdaňovania podielov na zisku vo forme dividend

Dňa 23.11.2016 Národná rada SR schválila zákon č. 341/2016 Z. z., ktorým sa novelizoval zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov, ktorý priniesol nové pravidlá zdaňovania. Nové pravidlá sa týkajú „nových dividend“, ktoré budú vyplatené zo ziskov vytvorených za účtovné obdobia, ktoré začnú 1. januárom 2017 a neskôr, ale aj „starých“ dividend, ktoré budú vyplatené zo ziskov vytvorených za účtovné obdobia, ktoré začali do konca roka 2003.

Zdanené podiely na zisku závisia najmä od:

- typu príjemcu dividendy (fyzická osoba alebo právnická osoba),
- štátu, z ktorého dividendy plynú (SR, zahraničie) alebo
- daňovej rezidencie príjemcu dividendy (daňový rezident SR, zahraničný daňový rezident).

¹⁴⁴ Komorník, J.: Základy finančného manažmentu. Univerzita Komenského, FM, Bratislava, 2004, s. 57.

¹⁴⁵ § 179 ods. 3 až 5 Obchodného zákonníka.

Rozčlenenie dividend do piatich častí podľa toho, v ktorom účtovnom období boli vytvorené:

- do roku 2003 sa zdaňujú daňou z príjmov,
- v rokoch 2004 až 2010 sa nezdaňujú a nepodliehajú odvodu poistného na zdravotné poistenie,
- v rokoch 2011 až 2012 zisky z tohto účtovného obdobia podliehajú 10 %, resp. 5 % odvodu poistného na zdravotné poistenie. Tieto sadzby sa použijú, bez ohľadu na rok vyplatenia dividend,
- v rokoch 2012 až 2016 podliehajú odvodu poistného na zdravotné poistenie,
- v roku 2017 a neskôr sa zdaňujú daňou z príjmov.

Pri **fyzických osobách** je dôležitý vzťah k platiteľovi dividend, teda akým spôsobom sú zainteresované na obchodnej spoločnosti alebo družstve, ktoré im vypláca dividendu, t.j. o aký právny vzťah medzi nimi ide, napr. či ide o majiteľa alebo konateľa firmy, člena dozornej rady, člena družstva alebo zamestnanca, ktorý nemá žiadny obchodno-právny vzťah k obchodnej spoločnosti alebo družstvu. Dividendy sa od roku 2017 budú u fyzických osôb zdaňovať sadzbami 7 % (zo SR a krajín s uzavretou zmluvou o zamedzení dvojitého zdanenia) a 35 % (z krajín s neuzavretou zmluvou o zamedzení dvojitého zdanenia).

U **právnických osôb** sa budú zdaňovať len dividendy vyplatené zo zisku vytvoreného za účtovné obdobie začaté 1. januárom 2017 a neskôr a zo zisku vytvoreného za účtovné obdobie začaté od konca roka 2003, ak budú vyplatené po 31. decembri 2016. Právnická osoba zdaní v daňovom priznaní dividendu sadzbou dane z príjmov vo výške zmluvne dohodnutej s príslušnou krajinou (zamedzenie dvojitého zdanenia), resp. vo výške 35 % z krajiny s neuzavretou zmluvou o zamedzení dvojitého zdanenia. Aktualizovaný zoznam (White list, resp. biela listina) týchto štátov je zverejnený na webovej stránke Ministerstva financií SR.

Zdroj: www.financnasprava.sk (17. 09. 2018)

Podmienky realizácie dividendovej politiky

O výpláte dividend a jej výšky rozhoduje predstavenstvo podniku. Oznámi, že dividendy budú vyplatené všetkým akcionárom, ktorí sú ku konkrétnemu dátumu registrovaní. Akcie sa bežne kupujú s dividendou. Preto investorom, ktorí zároveň kupujú akcie podniku, sa môžu zároveň vyplácať aj dividendy, ak sa nákup akcií uskutočnil pred uzávierkou. Investor, ktorý kúpi akcie bez dividendy, je povinný dividendu vrátiť, pokiaľ ju dostane. Zákony

¹⁴⁶ Ak podnik chcel vyplatiť podiel na zisku do 31.12.2003, najskôr musel zdaniť zisk 25 percentnou sadzbou dane z príjmu právnických osôb. Následne pri výpláte zisku spoločníkom alebo akcionárom musela právnická osoba ten istý zisk zdaniť druhýkrát a to 15 %-nou zrážkovou daňou. Skutočná daňová povinnosť tak nebola 25 % ale 40 %.

¹⁴⁷ Vyplyva to z § 3 ods. 2 písmena c) zákona č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v platnom znení, podľa ktorého predmetom dane z príjmov fyzických osôb nie je podiel na zisku vyplácaný po zdanení obchodnou spoločnosťou, družstvom alebo obdobnou právnickou osobou v zahraničí. To platí aj v prípade ak je akcionárom alebo spoločníkom právnická osoba.

¹⁴⁸ Nulová daň z dividend uplatňujú napríklad Kajmanské ostrovy. Spojené štáty americké uplatňujú 30 %-nú daň z dividend a napríklad Luxembursko 20 %-nú daň.

¹⁴⁹ Smernica č. 90/434/EHS o spoločnom systéme zdaňovania obchodných spoločností rôznych členských štátov pri zlučovaní, rozdeľovaní a prevode aktív a výmene akcií.

chráni podniky proti nadmerným platbám dividend. Vyplatením dividend by podnik nemal stratiť solventnosť. Podniky môžu vyplácať dividendy z prebytku, nie zo základného kapitálu. Dividendy môžu byť aj dodatočné, ktoré sa nemusia opakovať, alebo dividendy špeciálne rezervované pre platbu, ktorej opakovanie je nepravdepodobné. Pre ochranu veriteľov môže podnik vyplácať tzv. likvidačné dividendy. V takom prípade sa platba považuje za vrátenie kapitálu, nie je zdanená ako príjem. Podnik môže vydať aj akciové dividendy. Akciová dividendá je vykazovaná v účtoch ako presun nerozdeleného zisku do akciového kapitálu.

Keď podnik mieni vyplatiť hotovostné dividendy, obvykle vyhlási peňažnú dividendu. Alternatívou je spätný nákup vlastných akcií. Spätný nákup má tri hlavné metódy.

1. Skupovanie akcií na voľnom trhu.
2. Všeobecná ponuka buď všetkým, alebo iba malým akcionárom.
3. Spätný nákup formou priameho rokovania s hlavným akcionárom.

Spätné akcie podnik spravidla drží v pokladni a predá ich znovu, keď potrebuje peniaze. Pri opätovnom predaji týchto akcií nie je potrebný súhlas akcionárov a akcionári by ani na tieto akcie nemali predkupné právo.

Informačný obsah dividend

Dividendy závisia sčasti na bežných ziskoch podniku, sčasti na dividendách v minulom roku.¹⁵⁰ Tie zase závisia na ziskoch a dividendách predchádzajúceho roku. Podľa toho by sa dividendy mohli vypísať ako vážený priemer súbežných a minulých ziskov. Pravdepodobnosť vzostupu veľkosti dividend by teda bola najväčšia, keby bežné zisky vzrástli. Dividendy by mali byť trochu nižšie, keby vzrástli iba vlnajšie výnosy a pod. *Fama a Babiak* túto hypotézu potvrdili.¹⁵¹

Ak dividendové platby závisia od minuloročných a tohoročných ziskov, potom by to bolo jednoduché. Podnik však pri rozhodovaní o dividendách musí nazeráť aj do budúcnosti.

Dividendy predpovedajú budúce výnosy, ale je bežné, že ohlásené krátenie dividend je považované za dobrú správu, pretože ceny akcií stúpnu. V prípade ohláseného zvýšenia dividend má oznámenie spravidla za následok nárast cien akcií. Nemožno však povedať ani to, že investori radšej prijímajú vyššie dividendy len pre ne samé. Dividendy sa tiež môžu vnímať ako predzvesť budúcich vyšších ziskov.

Efektívnosť teda znamená, že všetky investorom dostupné informácie sa rýchle a presne premietajú do cien akcií. Neznamená to však, že získať informácie v činnosti alebo vyhlídkach podniku je vždy lacné alebo jednoduché. Investori sa však usilujú tieto informácie získať zvýšenou aktivitou. Preto ceny akcií reagujú na delenie akcií, zmeny dividend a iné okolnosti alebo oznámenia, ktoré prenikajú z prostredia podniku.

Rozhodovanie o výške dividend

Rozhodovanie o výške dividend a ich zmenách je súčasťou vypracovaného dlhodobého projektu dividendovej politiky. Dividendová politika podniku vytvára rámec pre tieto rozhod-

¹⁵⁰ Vyplyva to z Lintnerovho jednoduchého modelu. Podrobnejšie Brealey, R.A. – Myers, S.C. Teorie a praxe firemných financií. Praha, Computer Press 2003, s. 3.

¹⁵¹ Fama, E.F. – Babiak, H.: Dividend policy: An Empirical Analysis. The American Statistical Association, s. 63.

nutia a súčasne sú dividendové rozhodnutia jej podstatou. Pri tvorbe projektu dividendovej politiky musí finančný manažér zvládnuť teoretické prístupy t. j. dividendové teórie, druhy dividendovej politiky a rešpektovať mnohé ďalšie interné a externé faktory ovplyvňujúce dividendové rozhodnutia.¹⁵² Medzi tieto faktory patria najmä:

- tvorba finančných zdrojov, z ktorých možno dividendy vyplácať,
- výška hotovosti k termínu výplaty dividend,
- zásady pre rozdeľovanie zisku,
- daňové zákony,
- miera inflácie a jej budúci vývoj,
- názory a prístupy manažérov a akcionárov a s. na tvorbu dividendovej politiky,
- investičné a spotrebiteľské preferencie akcionárov a podobne.

Ich poznanie, vzájomné väzby, formy prejavu toho ktorého faktora, intenzita vplyvu, historická premenlivosť atď. sú dôležitým predpokladom efektívnych dividendových rozhodnutí. Jednou z otázok vo financiách bola tá, ktorú *Black* nazval záhada dividend (The Dividend Puzzle).¹⁵³ Podniky v minulosti vyplácali polovicu svojich príjmov v podobe dividend. Mnoho z týchto dividend získali ľudia, ktorí patrili do pásma s vysokým daňovým zaťažením (resp. mali vysoké príjmy) a teda podstatná časť z týchto peňazí sa opäť zdanila (duplicitou v zdaňovaní).

Pri projektovaní dividendovej politiky je možné využívať tézu o informačnom obsahu dividend.¹⁵⁴ *Miller* a *Modigliani* naznačili,¹⁵⁵ že dividendy by mohli vyjadrovať významnú informáciu o prospechu podniku. *Bhattacharya*ov model s dividendami využil túto myšlienku.¹⁵⁶ *Bhattacharya* predpokladal, že manažéri podnikov majú informáciu o výnosnosti svojho podniku, ktorú môžu signalizovať trhu tým, že sa zaviazu platiť dostatočne vysoké dividendy. Ak budú ich projekty výnosné, potom môžu tieto dividendy bez problémov platiť z príjmov. Ak nebudú, tak sa podniky musia uchýliť k obstaraniu vonkajších zdrojov príjmov a platiť tak dodatočné náklady, ktoré týmto vzniknú. Podniky preto budú považovať za rozumné ohlásiť vysoké dividendy len v prípade, že sú ich vyhladky naozaj dobré.

Ovplyvňovanie realizácie dividendovej politiky

Na dividendy nemožno zerať izolovane. Treba brať do úvahy kompletné pôsobenie externých vplyvov. Tvoria ekonomické prostredie, v ktorom sa podnik pohybuje a s ktorým musí vo všetkých svojich rozhodnutiach rátať. Vo zvýšenej miere to platí pre finančný manažment a samozrejme aj pre rozhodovanie o výške dividend. Je napríklad zrejmé, že možnosti získavania podnikového kapitálu závisia od stavu a vývoja kapitálového trhu.

Pri formovaní dividendovej politiky podniku musia tvorcovia brať do úvahy a rešpektovať mnohé vonkajšie i vnútorné faktory. Ich poznanie, vzájomné väzby, formy prejavu toho ktorého faktora, intenzita vplyvu, historická premenlivosť a pod. je významným predpokladom tvorby efektívnej dividendovej politiky.

¹⁵² Šabíková, I.: Dividendová politika – teoretické prístupy a poznatky. Medzinárodný vedecký seminár doktorandov, Bratislava, 20. október 2000, s. 171 – 176.

¹⁵³ Black, F.: The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management* (Winter 1976), s. 5 – 8.

¹⁵⁴ Oznámenie o krátení dividend je spravidla považované za zlú správu, ceny akcií spravidla klesnú. Zvýšenie dividend je považované za dobrú správu, ceny akcií vtedy vzrastú. Význam tohto prístupu sa bude s rozvojom kapitálového trhu zvyšovať.

¹⁵⁵ Miller, M. – Modigliani, F.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, October 1961, s. 411 – 433.

¹⁵⁶ Vaško, R.: Newcombov paradox a teória hier vo financiách. Diplomová práca. Univerzita Komenského v Bratislave, 2006, s. 25 – 26.

Dividendovú politiku ovplyvňuje celý rad faktorov. Sú nimi legislatívne a finančné pravidlá, pomocou ktorých štát stanovuje podmienky, ktoré musí podnik pri realizácii dividendovej politiky dodržiavať. Ďalej sú nimi objektívne a subjektívne faktory.¹⁵⁷ Podnikanie a formy podnikania na Slovensku vymedzuje Obchodný zákonník. Upravuje postavenie podnikateľov, obchodné záväzkové vzťahy a iné vzťahy súvisiace s podnikaním (obchodné tajomstvo, hospodárska súťaž, účtovníctvo podnikateľov a pod). Novely obchodného zákonníka sa koordinujú s úpravami občianskeho zákonníka, zákona o cenných papieroch a trestného zákonníka, aby vyvlastňovanie vlastníkov nebolo zákonné. Z Obchodného zákonníka vyplýva, že dividenda sa môže vyplácať iba zo zisku, respektíve z tej časti vlastného imania, ktorá je zo zisku vytvorená. Výnimku tvorí základné imanie a rezervný fond, respektíve prostriedky, ktoré slúžia na jeho doplnenie. Samotné rozdelenie zisku spadá do kompetencie akcionárov. Štát do tejto činnosti zasahuje len obmedzene, napríklad pri stanovení poradia prednostných úhrad, spôsobu tvorby a použitia rezervného fondu a povinnosti prednostného vyplácania dividendy pri prioritných akciách.

Legislatívne faktory

Legislatívne faktory predstavujú pravidlá štátu, v ktorých sú stanovené podmienky dividendovej politiky. Medzi legislatívne faktory patria predovšetkým právne predpisy, ktoré upravujú vzťah medzi podnikom predstavovaným manažermi a vlastníckmi. Vlastníkmi akciovej spoločnosti sú akcionári, vlastníckmi spoločnosti s ručením obmedzeným sú spoločníci. Podniky s menším objemom kapitálu sú zvyčajne vlastnené jednou osobou, ktorá dokáže podnik monitorovať aj riadiť. Podniky, ktoré pre svoje optimálne fungovanie potrebujú väčší objem kapitálu využívajú ako zdroj financovania predaj akcií, ktoré na seba viažu určité práva pre ich držiteľov. Je to kvôli diverzifikácii rizika spojeného s vkladom kapitálu do podniku na strane investorov. Pokiaľ práva akcionárov nie sú reálne vymáhateľné, potom podnik nemôže využívať tento zdroj financovania. Takýto model prináša potrebu delegovania časti práv vlastníkov na manažérov, komplikácie v riadení manažérov a potrebu komplexného systému legislatívnych noriem a inštitúcií upravujúcich tento vzťah. Jeho výhodou je však možnosť akumulácie veľkého objemu kapitálu. Vzťah medzi vlastníckmi a manažermi je predmetom správy obchodných spoločností v užšom chápaní. Tejto oblasti sa týkajú mnohé zákony,¹⁵⁸ hlavne však Obchodný zákonník. Na povinnosti verejne obchodovaných podnikov dohliada Burza cenných papierov v Bratislave (BCPB) spolu s Národnou bankou Slovenska. Prevody vlastníctva akcií registruje Centrálny depozitár cenných papierov. V slovenskom prostredí býva chápanie postavenia manažéra a vlastníka pokrivené hlavne kvôli spôsobu privatizácie – majoritný vlastník často preberá manažérsku funkciu. Nepochopený býva význam minoritných vlastníkov a ich postavenie v podniku. Preceňovanie postavenia majoritných vlastníkov a podceňovanie postavenia minoritných vlastníkov často vedie k úpadku podnikov.¹⁵⁹ Medzi legislatívne faktory patrí predovšetkým:

¹⁵⁷ Objektívne faktory sú nezávislé na rozhodnutiach manažmentu a akcionárov. Subjektívne faktory predstavujú investičné preferencie akcionárov a predstavy manažmentu o realizácii podnikovej politiky.

¹⁵⁸ Zákon o bankách, Zákon o konkurze a vyrovnaní, Zákon o burze cenných papierov, Zákon o cenných papieroch, Zákon o dlhopisoch, Zákon o investičných spoločnostiach a Zákon o ochrane hospodárskej súťaže.

¹⁵⁹ Marcinčin, A.: Zefektívnenie správy obchodných spoločností. Bratislava, Inštitút pre ekonomické a sociálne reformy 2000.

- vymedzenie finančných zdrojov, ktoré je možné použiť na výplatu dividend,
- tvorba mechanizmu na ochranu práv menšinových akcionárov,
- tvorba daňových predpisov,
- definovanie nezákonnej dividendy,
- stanovenie pravidiel rozdeľovania zisku.

K vyplateniu nezákonnej dividendy dochádza vtedy, ak je dividenda vyplatená z iných účtov, čím sa môže podnik dostať do platobnej neschopnosti. V takom prípade ide o trestný čin, za ktorý zodpovednosť nesú členovia predstavenstva. Akcionári sú povinní ju vrátiť vtedy ak možno dokázať, že v čase keď prijímali dividendy vedeli, že ide o nezákonnú dividendu. Ďalším legislatívnym problémom je tvorba mechanizmu na ochranu menšinových akcionárov. Napríklad v USA existuje súd pre záležitosti vlastného majetku, ktorý môže dokonca nariadiť akciovej spoločnosti, aby vyplatila akcionárom vyššiu dividendu. Je to v takých prípadoch, ak sa a. s. dopustila podvodu, porušenia sľubu a podobne. Úprava právnych rámcov dividendovej politiky pokrýva rôzne spôsoby prerozdeľovania zisku medzi akcionárov, ktoré priniesla prax pôsobenia akciových spoločností na kapitálovom trhu. V niektorých krajinách býva legislatívne určená i minimálna percentuálna výška zo zisku, ktorá sa rozdeľuje na dividendy. V podmienkach Slovenskej republiky však takáto legislatívna úprava neexistuje. Do legislatívnych predpisov spadá i problematika daňových predpisov. Z hľadiska dividendovej problematiky je dôležité predovšetkým zdanie dividend, kapitálových výnosov a ostatných príjmov akcionárov a zisku a. s. Osobitnú pozornosť si zasluhuje kvalita daňových zákonov danej krajiny, aby nedochádzalo k dvojitému zdaňovaniu medzi jednotlivými štátmi, čo vedie k prílevu či odlevu zahraničného kapitálu do ekonomiky.

Vymedzenie ochrany investora

V rámci krajín EÚ existuje množstvo systémov, zameraných na ochranu drobných investorov (akcionárov), investičných firiem s rôznou úrovňou a rozsahom ochrany. Na Slovensku bola táto problematika, s výnimkou bánk, dlho na okraji záujmu. Až do konca roku 2001 neexistoval zákon, ktorý by podnikom jasne vymedzoval pravidlá zverejňovania alebo rozsah informácií, ktoré by mali vo vzťahu k svojim zákazníkom povinne zverejňovať. Táto problematika sa dostala do popredia najmä v súvislosti s krachom nelicencovaných nebankových subjektov,¹⁶⁰ pri ktorom prišlo o svoje úspory niekoľko tisíc drobných investorov. Hodnota týchto úspor sa pohybovala v miliardách korún. Ďalším významným impulzom na jej riešenie bol vstup Slovenska do Európskej únie v máji 2004. Od januára 2002 vstúpil do platnosti zákon o cenných papieroch a investičných službách,¹⁶¹ na základe ktorého sa začalo s prelicencovaním obchodníkov s cennými papiermi. Tento zákon vytvoril systém náhrad pre investorov na Slovensku (v zahraničí je používaný

¹⁶⁰ Medzi nelicencované nebankové subjekty patrili B.M.G. Invest a Horizont Slovakia, a. s., Košice, ktoré pripravili tisíce investorov o úspory. Daná skutočnosť bola spôsobená tým, že akciová spoločnosť Horizont Slovakia, o. c. p. (obchodník s cennými papiermi), koncom roka 2001 vrátila licenciu obchodníka s cennými papiermi. Tým sa podnik dostal spod kontrolu Úradu pre finančný trh a na podnik sa vzťahovali ustanovenia len podľa obchodného zákonníka. Vďaka masívnej reklamnej kampani sa im podarilo získať od obyvateľov asi 5 mld. SKK podľa zmlúv o tichom spoločenstve a zmlúv o pôžičke. Sľubované výnosy neboli najmenšie. Vrátením licencie obchodníka s cennými papiermi Horizont Slovakia sa spod dohľadu Úradu pre finančný trh dostal aj stopercentný dcérsky podnik B.M.G. Invest.

¹⁶¹ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

pojmom kompenzačné schémy¹⁶²). Vytvoril tak podmienky pre ochranu drobných investorov, ktorí sú zákazníkmi obchodníkov s cennými papiermi, prostredníctvom Garančného fondu investícií. Stupeň ochrany investora je jedným z najvýznamnejších indikátorov vyspelosti každého finančného trhu.¹⁶³ Investor musí byť vo všeobecnosti chránený pred týmito rizikami:

- fyzickou stratou investície v podobe znárodnenia, krádeže, defraudácie,
- stratou hodnoty, resp. časti hodnoty investície, či už v dôsledku globálnych pohybov na trhu, resp. v dôsledku faktorov ovplyvňujúcich cenu jednotlivé investície.

K poškodzovaniu investora dochádza najčastejšie v dôsledku manipulácie ceny konkrétneho cenného papiera. K manipulácii cien dochádza predovšetkým v dôsledku uvádzania neúplných alebo zavádzajúcich informácií, v dôsledku zneužívania postavenia majoritného akcionára a v dôsledku využívania dôverných informácií. Týmto skutočnostiam je preto v legislatíve kapitálového trhu venovaná spravidla najväčšia pozornosť. Manipulácia s cenou cenného papiera má tieto podoby:

- priama manipulácia s kurzom na trhu cenných papierov,
- využívanie postavenia práva majoritného akcionára na úkor drobných akcionárov,
- vyradenie cenného papiera z oficiálneho obchodovania, čím sa stanovenie objektívnej ceny stáva nemožným,
- uvádzanie nepravdivých, neúplných alebo zavádzajúcich informácií pri ponukách investícií,
- používanie nečestných praktík zo strany obchodníkov s cennými papiermi voči ich zákazníkom (napríklad účtovanie nadmerných poplatkov, zneužívanie finančných prostriedkov na vlastné účely obchodníkov, odovzdávanie si dôverných informácií o zákazníkoch a pod.),
- využívanie dôverných informácií úzkou skupinou ľudí na úkor ostatných investorov (insider dealing).

Obchodovanie s využitím dôverných informácií a manipulácia s trhom bránia úplnej a riadnej transparentnosti trhu, čo je nevyhnutnou podmienkou obchodovania všetkých účastníkov diania na integrovaných finančných trhoch.¹⁶⁴ Smernica č. 2003/6/ES o obchodovaní s využitím dôverných informácií a o manipulácii s trhom (o trhovej manipulácii) vznikla v dôsledku vznikajúcich nových finančných a technických trendov, prostriedkov a príležitostí na zneužívanie trhu, t. j. pomocou nových produktov, nových technológií, zvýšených cezhraničných aktivít a internetu. Cieľom smernice je zabezpečiť integritu finančných trhov a zvýšiť dôveru investorov v trhy európskeho spoločenstva. Je pozitívne, že smernica o trhovej manipulácii bola implementovaná do slovenskej legislatívy.¹⁶⁵ Zámerom novely je predovšetkým plne harmonizovať zákazy manipulácie s trhom s pravidlami európskej únie a zvýšiť úroveň ochrany účastníkov finančného trhu.

¹⁶² Kompenzačné schémy predstavujú systém náhrad pre investorov. Sú obdobou Fondu na ochranu vkladov u bánk. Zákom č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách z 9. novembra 2001 vznikol Garančný fond investícií (§80 – §98 vymedzuje základné predpoklady pre založenie a pôsobenie fondu). Hlavnou úlohou fondu je ochrana zákaznickeho majetku zverného obchodníkom s cennými papiermi a poskytovanie náhrad za nedostupný zákaznickeho majetok. Na rok 2004 bola stanovená výška náhrady za nedostupný zákaznickeho majetok vo výške ekvivalentu 10 000 EUR a na rok 2005 13 000 EUR. Od apríla 2007 je konečná výška náhrady vo výške ekvivalentu 20 000 EUR, čo je garantovaná úroveň stanovená smernicou č. 97/9/ES o kompenzačných schémach.

¹⁶³ Najmä na rozvíjajúcich sa trhoch s nedostatočne prepracovanou (resp. neexistujúcou) legislatívou, nedostatočne rozvinutými inštitúciami kapitálového trhu a jeho ostatných zložiek vystupuje do popredia problematika nedostatočnej ochrany investora a s tým súvisiaceho zvýšeného rizika investovania.

¹⁶⁴ Šabíková, I.: Vplyv vybraných činiteľov na vývoj kapitálového trhu v SR. Dizertačná práca. FEM, SPU Nitra, 2005, s. 104.

¹⁶⁵ Zákon č. 635/2004 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách.

Postavenie práva majoritného akcionára na úkor drobných akcionárov

Finančný trh je v súčasnosti prísne regulovaný.¹⁶⁶ Tak, ako v prípade mnohých iných zákonov, aj v tomto prípade sa Slovensko zaviazalo prebrať legislatívu Európskej únie.¹⁶⁷ Týmto pribudli od 1.1.2007 do legislatívy SR dva nové inštitúty, a to právo výkupu a právo na odkúpenie (squeeze out a sell out).¹⁶⁸ Právo výkupu znamená, že akcionár s viac ako 95 %-ným podielom bude môcť vytesniť menších. Drobní akcionári budú mať povinnosť predať svoj podiel v podniku väčšinovému akcionárovi ak o to požiada. Právo na odkúpenie je podobná povinnosť, bude však platiť opačne – ak bude chcieť menšinový akcionár podiel predať, väčšinový ho bude musieť od neho kúpiť.¹⁶⁹

Účelom inštitútu práva výkupu je reagovať na prípady, keď v podniku dôjde k takej zmene pomerov, pri ktorej sa pôvodne rozptýlená akcionárska štruktúra zmení na koncentrovanú. Takáto právna úprava v súčasnosti platí vo viacerých krajinách EÚ. Aj keď bol inštitút práva výkupu v niektorých štátoch únie pri jeho zavedení napádaný, sudy vždy dospeli k záveru, že vytesnenie nie je v rozpore s ústavami daných štátov. Najväčším rizikom vytesnenia je stanovenie spravodlivej ceny pri výkupe, ktorá sa určí administratívnym úkonom súdneho znalca. Na znalca neexistujú žiadne špecifické požiadavky, ako je napríklad výška kapitálu, ktorým by ručil za škody spôsobené tendenčným posudkom. Na posudzovanie ceny je vhodnou osobou banka alebo obchodník s cennými papiermi disponujúci vhodnými osobami, ktorých kvalifikáciu je schopný posúdiť orgán dohľadu, t. j. NBS.¹⁷⁰

V Českej republike sa skúsenosti s vytesnením akcionárov zbierajú od roku 2004. Akcionári často dostávajú menej peňazí, než na koľko majú nárok, pretože znalca na ocenenie vyberá a platí väčšinový akcionár. Česi majú za sebou aj úspešné vytesnenia.¹⁷¹ Na Slovensku sa týka squeeze out len akcií obchodovaných na burze. Na bratislavskej burze sú najväčšími emitentmi s minoritnými akcionármi Slovnaft, VÚB, OTP Banka, ČSOB a UniBanka.¹⁷² Právo na odkúpenie budú môcť uplatniť len akcionári, ktorí väčšinový podiel získali v rámci ponuky na prevzatie. Právo sa bude týkať iba akciových spoločností pôsobiacich na regulovanom trhu, spolu asi 350 podnikov, ktoré sú registrované na trhu Burzy cenných papierov v Bratislave. Práve administratívne určenie ceny je viac ako problematické.¹⁷³

Pretože k manipulácii cien dochádza predovšetkým v dôsledku zneužívania postavenia majoritného akcionára a v dôsledku využívania dôverných informácií, ochrana investora sa sústreďuje do troch okruhov:

- povinnosť pre emitentov a obchodníkov s cennými papiermi zabezpečiť pre investorov pravdivé a úplné informácie, ktoré môžu ovplyvniť cenu investícií a rozhodovanie investorov,
- boj proti zneužívaniu dôverných informácií a ochrana práv drobných investorov,

¹⁶⁶ Od 1.1.2006 vykonáva integrovaný dohľad Národná banka Slovenska. Hlavným dôvodom, prečo NBS dohliada na aktivity všetkých subjektov, je prelínanie činnosti jednotlivých subjektov finančného trhu a vznik finančných konglomerátov, ktoré pôsobia v oblasti kapitálového trhu, bankovníctva a poisťovníctva.

¹⁶⁷ Smernica č. 2004/25/ES o ponukách na prevzatie bola implementovaná do zákona č. 644/2006 (novela o bankách a CP).

¹⁶⁸ Právo výkupu alebo squeeze out, znamená vytesnenie drobných akcionárov majoritným akcionárom. Tento právny nástroj vyplýva z požiadaviek ES.

¹⁶⁹ Česká republika do legislatívy prebrala iba právo výkupu.

¹⁷⁰ Asociácia obchodníkov s cennými papiermi v SR neúspešne navrhovala pri stanovení ceny vytesňovaných akcií inštitút konkurenčnej ponuky. Znamenalo by to, že po ohlásení výkupu by mohol ktokoľvek predostrieť konkurenčnú ponuku.

¹⁷¹ Doteraz najviac, takmer 1,5 miliardy českých korún, pri vytesňovaní akcionárov zaplatila Česká poisťovňa. Viac ako miliardové sumy boli vyplatené aj pri akciách Severočeských dolů a Plzeňského Prazdroja.

¹⁷² UniBanka sa v roku 2007 spojila s HVB Bank Slovakia (HVB Bank) a spolu vytvorili banku UniCredit Bank.

¹⁷³ Slovenský kapitálový trh je malý a teda aj ľahšie manipulovateľný. Dobrým príkladom sú akcie Slovnaftu. Boli časy, že sa dali kúpiť za menej ako tisíc korún. K dátumu 16.10.2007 sa predávali na Burze cenných papierov v Bratislave za 3900 SKK, a majú potenciál ešte zosilieť. Môže sa stať však aj opak. Keby majoritní akcionári vyjednávali, na cene by sa s minoritnými akcionármi napokon dohodli.

- povinnosť dostatočnej kapitálovej vybavenosti, resp. členstvo v nejakej forme kompenzačnej schémy pre subjekty spravujúce majetok investorov, aby v prípade nimi zavinených strát existovali dostatočné prostriedky na odškodnenie investorov.¹⁷⁴

Úroveň ochrany investorov vo veľkej miere závisí od vyspelosti a spôsobu regulácie daného trhu.¹⁷⁵ Novelou č. 209/2007 zákona o cenných papieroch a investičných službách (účinná od 1.11.2007) bola do slovenskej legislatívy prevzatá smernica o trhoch s finančnými nástrojmi.¹⁷⁶ Smernicou sa vytvoril komplexný regulačný systém zastrešujúci všetky finančné nástroje dostupné zákazníkom a potenciálnym zákazníkom finančných inštitúcií s hlavným zámerom poskytnúť vyšší stupeň ochrany predovšetkým pre neprofesionálnych zákazníkov.

Ochrana investorov v EÚ a kompenzačné schémy

Jednou z hlavných priorít regulácie finančných trhov v Európskej únii je ochrana investorov, a to hlavne drobných investorov, ktorí sa spoliehajú na služby poskytované rôznymi druhmi investičných podnikov a zverujú im do rúk svoje úspory vo forme investícií. Preto je ochrane týchto investorov v EÚ venovaná mimoriadna pozornosť. Na úrovni EÚ je riešená prostredníctvom smerníc (direktív), ktoré tvoria základný právny rámec pre národné legislatívy. Hlavné princípy ochrany investorov sú zachytené v smerniciach, ktoré sa zaoberajú jej kľúčovými aspektmi. Ustanovenia európskeho práva sú jednotlivé členské štáty povinné preniesť do vlastnej legislatívy. Dôraz sa kladie na prenesenie ducha legislatívy EÚ, pričom ich formálna podoba na národnej úrovni je vecou každého členského štátu. V oblasti ochrany investorov ide najmä o predpisy, zaoberajúce sa nasledujúcimi otázkami:

- informovanie investora,
- etika podnikania a zabezpečenie profesionality služieb,
- kapitálová primeranosť,
- kompenzačné schémy a v ich rámci:
 - zabezpečenie minimálnej harmonizácie podmienok podnikania investičných podnikov,
 - zrovnoprávenie podmienok pre investičné a komerčné bankovníctvo,
 - ochrana investorov v pobočkách investičných podnikov, ktoré majú svoje sídlo mimo územia Európskej únie,
 - vylúčenie niektorých typov investorov z ochrany,
 - výška ochrany, systém poistenia a výplatné lehoty.¹⁷⁷

Každú z týchto oblastí upravujú smernice, ktoré boli vydávané od roku 1977, kedy bolo vydané odporúčanie 77/534/EEC o Európskom kódexe podnikania v transakciách s prevoditeľnými cennými papiermi, podľa potreby rozvíjajúceho a vzájomne sa prepájajúceho finančného trhu od Európskeho hospodárskeho spoločenstva až po Európsku úniu, ako je známa dnes.

Informačné povinnosti investora a etika podnikania

Každý emitent kótovaného cenného papiera musí pravidelne publikovať výsledky hospodárenia a všetky podstatné skutočnosti, ktoré toto hospodárenie môžu ovplyvniť. Informačné

¹⁷⁴ Baláž, V.: Emerging markets. Kapitálové trhy budúcnosti. Bratislava, VEDA 1996, s. 50 – 51.

¹⁷⁵ Šabíková, I.: Vplyv vybraných činiteľov na vývoj kapitálového trhu v SR. Dizertačná práca, FEM, SPU Nitra, 2005, s. 105.

MIFID – Markets in Financial Instruments Directive

¹⁷⁶ Sevisbrokers, obchodník s cennými papiermi, a.s.: Kompenzačné schémy a ochrana investorov v Európskej únii. Hospodárske noviny 27/1998, s. 6.

¹⁷⁷ O základoch etického kódexu v podnikaní sa pojednáva i v knihe Kassay, Š.: Podnik a podnikanie – Podnikateľské prostredie. 1. zväzok. Bratislava, VEDA, Vydavateľstvo SAV 2006.

povinnosti emitenta slúžia na zabezpečenie dostatočného množstva aktuálnych a relevantných informácií investorom. Etika podnikania je jednou z najchúlostivejších oblastí pri investovaní finančných prostriedkov na finančnom trhu. Drobní investori zverujú do rúk investičných podnikov svoje voľné peňažné prostriedky tvoriace často významnú časť ich úspor, ktorých strata by ich mohla výrazne postihnúť. Preto je dôvera drobného investora v čestnosť a dostatočnú odbornosť voči subjektu, ktorému dočasne poskytuje svoje prostriedky, veľmi dôležitá. Do veľkej miery od nej závisí hladké fungovanie finančného trhu. Bez tejto dôvery by investori svoje prostriedky poskytovateľom finančných služieb nezverili a mohlo by na trhu dôjsť k nedostatku finančnej likvidity a k narušeniu jeho rovnováhy. Zabezpečenie dôvery investorov má dve stránky:

- objektívnu, ktorá spočíva vo vypracúvaní rozličných noriem kapitálovej primeranosti pre finančné inštitúcie, v stanovovaní profesionálnych štandardov pre pracovníkov týchto inštitúcií a v stanovovaní rozličných typov operácií, ktoré tieto inštitúcie musia, môžu, resp. nesmú vykonávať s prostriedkami zákazníkov,
- subjektívnu, spočívajúcu v stanovení etických princípov pre osoby, ktoré svojím počínaním ovplyvňujú kapitálový trh.

V oboch zložkách má významnú úlohu zabezpečenie informovanosti investorov. Informácie sú základom pre každé rozhodovanie a kvalita investovania je vo veľkej miere totožná s kvalitou získaných informácií. Preto je etika podnikania v investíciách úzko spojená s narábaním s informáciami. Úlohou trhu a podnikateľských subjektov je poskytnúť všetkým investorom rovnaké informácie, v rovnakom čase a na rovnakom mieste. Samotné rozhodovanie je vecou investora, ktorý si môže dať od profesionálov poradiť. Tí mu však nesmú svoje riešenia vnucovať, resp. zneužívať jeho nevedomosť v otázkach kapitálového trhu.

Osobitný problém predstavuje insider dealing, čo je zneužívanie dôverných informácií. Na trhoch, ktoré sa vyznačujú zneužívaním dôverných informácií, investori prestávajú obchodovať. To sa týka nielen drobných, ale aj veľkých zahraničných investorov. Odliv kapitálu z krajiny má potom závažné dôsledky, ako napríklad nedostatok kapitálu, zdražovanie úverov, stúpajúcu infláciu. Preto sa insider dealing považuje ako jedna z najzávažnejších hrozieb na trhu. Pod dôvernou informáciou sa rozumie informácia špecifického druhu, ktorá nebola zverejnená, vzťahuje sa na jedného alebo viacerých emitentov prevoditeľných cenných papierov alebo na jeden prípadne viaceré prevoditeľné cenné papiere a ktorá by v prípade zverejnenia mohla významným spôsobom ovplyvniť cenu prevoditeľného cenného papiera alebo papierov. Vlastníctvo takejto informácie zvyhodňuje jej vlastníka pred ostatnými investormi, čím narúša korektné fungovanie trhu.

Kapitálová primeranosť

Prísna a podrobná regulácia investičných služieb má svoje korene najmä pri snahe zákonodarcov ochrániť spotrebiteľa pred rizikom znehodnotenia jeho úspor. Riziká majú dvojakú podobu. Subjektívne riziká vznikajú najmä v dôsledku osobných kvalít ľudí podnikajúcich a zamestnaných v investičnom biznise. Tieto sú záležitosťou najmä etiky podnikania.

Vývoj na trhoch má však aj svoju objektívnu zložku. Náhle vzostupy a pády cien cenných papierov a iných finančných nástrojov dnes nedokážu dostatočne regulovať ani zásahy centrálnych bánk. Okrem typických burzových špekulácií sa na výkyvoch trhu podieľajú aj ťažko ovplyvniteľné makroekonomické a politické faktory. Aj pri dodržaní všetkých

pravidiel profesionálnej etiky nemožno vylúčiť krachy investičných podnikov. Úlohou je zabezpečiť, aby akcionár (investor) z týchto udalostí vyšiel čo najmenej poškodený. Spôľahlivou zárukou je pokrytie čo najväčšieho počtu rizík primeraným kapitálom podniku. Pri prípadnom krachu je potom možné uspokojiť aspoň časť nárokov investorov z majetku podniku. Príkladom neuspokojenia nárokov investorov bol podnik Enron.

Finančné faktory

Finančné faktory predstavujú výšku hotovostných peňažných prostriedkov podniku a tiež výšku finančných zdrojov určených na výplatu dividend. Stav hotovosti na účte podniku je horná hranica, do ktorej môže byť vyplatená hotovostná dividenda. Akciová spoločnosť nemôže všetky prostriedky spotrebovať, pretože musí udržiavať určitú výšku likvidných zdrojov. Druhým finančným faktorom je výška dostupných finančných zdrojov, ktoré sú určené na výplatu dividend. Akciová spoločnosť musí mať na zreteli, že je povinná zabezpečiť prídely do rezervného fondu, zdroje na výplatu prioritných dividend, na pokrytie dlhu podniku a zdroje na prefinancovanie investičných potrieb.¹⁷⁸

Objektívne faktory

Objektívne faktory sú predovšetkým inflácia a veľkosť podniku. Inflácia sa spája s rastom cien, čo vedie k rastu aj celkových tržieb bez toho, aby sa zvyšoval skutočný objem obchodu. Kým krátkodobé aktíva majú tendenciu s určitým oneskorením nasledovať tento rast, dlhodobé aktíva sa veľmi rýchlo opotrebojú, čo platí predovšetkým v prípade odpisov, ktoré nestačia ani na jednoduchú reprodukciu. To vedie k tomu, že podniky zadržujú stále viac zisku na zvýšenie pracovného kapitálu, aby udržali súčasné hodnoty jednotlivých výnosových ukazovateľov. Pre a. s., ktorá realizuje stabilnú dividendovú politiku vyplýva i nižšie percento zo zisku, ktoré je určené na dividendu. Politika udržiavania stabilnej výšky dividendy na jednu akciu sa pritom zachováva.

Vplyv inflácie pri rôznych druhoch dividendovej politiky

Pri analyzovaní vplyvu inflácie na stabilnú dividendovú politiku sa vychádza z predpokladu, že dividendová politika je ovplyvňovaná len infláciou za podmienok *ceteris paribus*.¹⁷⁹ Časové obdobie je rozdelené do piatich etáp, ako je znázornené na obr. 43.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Príkladom rozdelenia zisku je akciová spoločnosť XY, ktorá dosiahla za rok 2006 zisk v sume 860 000 SKK a valné zhromaždenie rozhodlo 20.4.2007 o rozdelení zisku nasledujúcim spôsobom: 1. pridel do rezervného fondu 86 000 SKK, 2. pridel do štatutárneho fondu rozvoja 80 000 SKK, 3. pridel do rizikového fondu 50 000 SKK, 4. vyplatenie dividend 150 000 SKK, 5. odmeny členom predstavenstva a dozornej rady 105 000 SKK, 6. zvýšenie základného imania 300 000 SKK a 7. nerozdelený zisk 89 000 SKK. Z rozdelenia zisku vyplýva, že z vyprodukovaného zisku 860 000 SKK zostalo súčasťou vlastného imania akciovej spoločnosti po valnom zhromaždení len 605 000 SKK. Zvyšná suma 255 000 SKK bude rozdelená vo forme dividend spolu s odmenami členov predstavenstva a dozornej rady a. s. Podnik si v prvom rade musí splniť povinnosť v zmysle Obchodného zákonníka, t. j. uskutočniť pridel do rezervného fondu vo výške 10 % zo zisku po zdanení. Pridel do Sociálneho fondu zo zisku (nepovinný pridel) je možný až po schválení ročnej účtovnej závierky (povinný pridel do Sociálneho fondu je vo výške 0,6 – 1 % z objemu vyplatených hrubých miezd a plátov za bežný rok).

¹⁷⁹ Zásada „*ceteris paribus*“ – za inak nezmenených podmienok. Znamená, že na ekonomické javy pôsobí viacero premenných. Ak chceme skúmať vplyv jednej premennej (v našom prípade inflácie), musíme odhliadnuť od ostatných činiteľov, ktoré vplyvajú na danú skutočnosť.

¹⁸⁰ Marek, P.: Rozdělování hospodářského výsledku a dividendová politika. Praha, Ekopres 2002, s. 63.

Exkurz 2

Bankrot Enronu

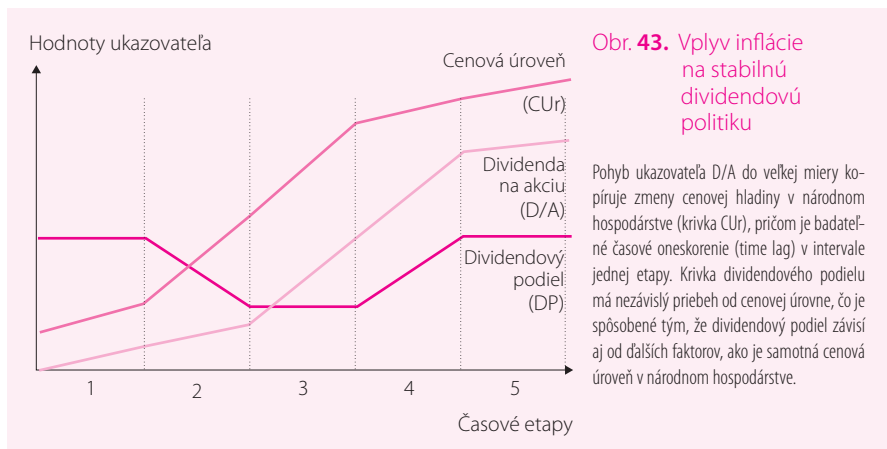
Enron¹⁸¹ bol na vrchole svetových energetických trhov. Tento americký podnik so sídlom v texaskom Houstone bol oceňovaný na 70 miliárd USD a jeho topmanažéri boli považovaní za géniov, pretože používali najnovšie techniky finančného inžinierstva na to, aby rapídne vybudovali dominantné postavenie podniku na globálnom energetickom trhu. Podnik zaujal významné miesto medzi takými symbolmi americkej prosperity ako General Electric, Microsoft a Wal-Mart.

Keď Enron vyhlásil bankrot, jeho akcia sa na prestížnej newyorskej burze obchodovala za 1 USD (predtým cena akcie bola 10 USD a maximum dosiahla 90 USD¹⁸²). Tento závrtný pád prekvapil aj prestížne investičné banky, ktoré od Enronu roky inkasovali veľké poplatky za svoje služby. Keď cena akcie podniku klesla z 90 na 10 USD, trhy reagovali prehnane. Veľa investorov začalo na tejto cene nakupovať s domnienkou, že akcia sa dostala na svoje historické dno. Avšak v prípade Enronu ten, kto vtedy kúpil akciu po 10 USD, stratil ďalších 90 %. To len potvrdzuje staré pravidlo Wall Street, že akcie skutočne môžu klesnúť až na nulu. Už vtedy existovalo mnoho zreteľných signálov, že ziskovosť Enronu na tom nebola tak ako sa zdalo. Wall Street sa úzko zamerlal len na zisk podniku, pripadajúci na jednu akciu, ktorý bol vždy vysoký. Avšak pomer návratnosti kapitálu (Return On Capital), ktorý zahŕňa aj dlhy podniku indikoval, že Enron sa spoliehal na vysoké páky (Leverage¹⁸³), aby zvyšoval zisk. Problémom bolo, že návratnosť na Leverage (Return On Leverage) bola hlboko pod nákladmi na kapitál (Cost Of Capital). Takáto disproporcija nemohla dlho vydržať. Enron až do druhého kvartálu roku 2000 nikdy nevykázal „zlý kvartál“, t. j. kvartál, ktorý by vykázal horšie ako očakávané zisky, ale vždy prevýšil odhady analytikov. Je zrejmé, že Enron používal na zabezpečenie stabilného zvyšovania ziskovosti pochybné prostriedky, ktoré unikali pozornosti investorov, ale hlavne aj analytikom z Wall Street. Keď Enron v roku 2001 ohlásil zadlženosť 31,8 miliardy USD (958 miliárd SKK) a vzápätí bankrot, o svoje peniaze prišlo štyritisíc ľudí. Tisíce ľudí mohli spolu s Enronom odpísať aj prakticky celý dôchodkový úspory, ktoré investovali do akcií svojho zamestnávateľa.

¹⁸¹ Enron založil v daňových rajoch zhruba 3500 podnikov, do ktorých potom umiestnil minoritných akcionárov. Menšínoví akcionári vlastnili tri percentá akcií. Práve toľko, aby tieto podniky nemusel Enron uvádzať vo finančných výkazoch ako vlastné pobočky. Tieto potom v réžii Enronu preberali dlhy, aktíva, obstarávali úvery. Enron všetky nepohodlné problémy presúval na dcérske podniky, ktoré podľa zákona dcérskymi neboli a sám sa prezentoval v dobrom svetle ako dôveryhodný partner pre banky a investorov.

¹⁸² V auguste 2000 dosahoval kurz akcií Enronu historické maximum 90 USD.

¹⁸³ Leverage znamená pákový efekt. Ak podnik zvyšuje podiel cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, zvyšuje sa pre podnik riziko platobnej neschopnosti. V dôsledku toho, že dlhová službu (splátky úveru + úroky) musí podnik zabezpečovať bez ohľadu na dosiahnutý výsledok hospodárenia, môže viesť každý výkyv v jeho výnosoch či nákladoch (pri vysokom podiele úveru) k neschopnosti uhrádzať záväzky. Jav, označovaný ako finančná páka (Financial Leverage), je podrobnejšie uvedený aj v kapitole Kapitálová štruktúra podniku.



1. etapa. Cenová úroveň rastie stabilným tempom zodpovedajúcim miernej inflácii, rovnakým tempom rastú aj dividendy na akciu. Keďže hodnota zisku sa nemení, hodnota dividendového podielu zostáva stabilná.

2. etapa. Mierna inflácia prechádza do cválajúcej inflácie, ktorej zodpovedá dvojciferná hodnota. Tempo rastu dividend na akciu s určitým oneskorením sleduje rast tempa inflácie. V tomto prípade podniky zadržujú väčšiu časť zisku na reinvestície, dividendový podiel klesá.

3. etapa. Tempo rastu dividend na akciu zodpovedá tempu cenovej úrovne. Pokles dividendového podielu sa zastavil a stabilizoval na nižšej úrovni ako vo východiskovej fáze.

4. etapa. Cválajúca inflácia sa mení späť na miernu. Tempo rastu dividendy na akciu reaguje na pokles tempa rastu cenovej úrovne s oneskorením. Keďže na hodnotu zisku pôsobí len inflácia, hodnota dividendového podielu rastie.

5. etapa. Tempo rastu cenovej hladiny aj dividendy na akciu sa vyrovnávajú, čo spôsobí stabilitu dividendového podielu.

V prípade hodnotenia vplyvu inflácie na pasívnu reziduálnu politiku je pre a. s. rozhodujúcim faktorom to, či ide o stagnáciu alebo konjunktúru. Pri stagnácii nebudú mať podniky investičné príležitosti a svoje prostriedky budú rozdeľovať medzi svojich akcionárov v podobe dividendy. Pri konjunktúre budú zisk zadržovať na investičné príležitosti. Pri hodnotení vplyvu inflácie na dividendovú politiku založenú na udržiavaní stálej výšky dividendového podielu, bude rast dividendy kopírovať rast cenovej hladiny. Tým zostane výška dividendového podielu nezmenená.

Vplyv veľkosti podniku na dividendovú politiku

Malé podniky dosahujú pri nižšom kapitáli i vyššiu rentabilitu z celkových vložených prostriedkov. Je to dôsledok zákona o klesajúcich výnosoch z rozsahu.¹⁸⁴ Z tohto dôvodu poci-

¹⁸⁴ Zákon klesajúcich výnosov z rozsahu vyjadruje vzťah medzi vstupmi a výstupmi vo výrobnom procese. Ak postupne sa zvyšuje množstvo nejakých vstupov v rovnakých dávkach, pričom ostatné vstupy zostávajú konštantné, zväčši sa celkový výstup, ale množstvo dodatočných výstupov po určitom bode bude klesať.

ťujú viac ako veľké podniky nedostatok finančných zdrojov, ktoré sú potrebné na realizáciu plánovaných investícií. Súčasne majú i obmedzený prístup na finančný trh a tým aj sťažené podmienky na získanie ďalších prostriedkov formou emisie akcií alebo obligácií. Predajom ďalších akcií by pôvodní akcionári stratili svoje kontrolné pozície. Z toho dôvodu malé podniky väčšinou zadržujú časť zisku a vyplácajú menšie dividendy.

Subjektívne faktory

Subjektívne faktory vychádzajú z preferencií a názorov manažérov a akcionárov podniku. Najdôležitejšie sú investičné a spotrebiteľské preferencie akcionárov. V akciových spoločnostiach, v ktorých prevažujú akcionári s vysokými investičnými preferenciami, bude i dividendá vo vzťahu k dosiahnutému zisku nižšia. Naopak tam, kde prevládajú akcionári s menšími investičnými preferenciami, bude dividendá relatívne vyššia.

Riešenie problému vysokej alebo nízkej dividendy závisí aj od rozhodnutia akcionárov. Ak je však zisk ponechaný, preinvestuje sa do spoločnosti, a tým dovoľuje podniku zvýšiť jeho aktíva potrebné na vykázanie zisku v budúcnosti, alebo sa zisk použije na zníženie dlhu podniku. Podnik, ktorý si zisk ponechá, môže v budúcnosti dosiahnuť rast zisku. Ak aktíva, ktoré podnik takto nadobudne generujú zisk, veľkosť, ale predovšetkým hodnota podniku porastie. Preto ak podnik má perspektívy dosiahnuť takýto rast, najlepšou politikou je pravdepodobne ponechanie si vyprodukovaného zisku na financovanie. Takýto rast zisku môže viesť k rastu akcií na trhu.

Ostatné faktory

Ekonomická teória vymedzuje ostatné faktory vplyvajúce na dividendovú politiku¹⁸⁵. Sú to:

- predpokladaná rizikovosť kapitálových výnosov,
- možnosť odkladu daní z kapitálových výnosov,
- potreba signalizovania prostredníctvom dividend,
- investičné príležitosti,
- obmedzenia týkajúce sa výplaty dividend,
- obmedzenia dohodnuté v úverovej zmluve,
- potenciálne náklady v dôsledku rozdielnych záujmov manažérov, akcionárov a vlastníkov,
- transakčné náklady pri kúpe, predaji a emisii akcií,
- úroveň a funkčnosť kapitálového trhu,
- úroveň a životný cyklus odvetvia,
- ziskovosť odvetvia.

Na rast resp. pokles dividend vplyvajú rôzne ukazovatele, ako napríklad rast aktív (spôsobuje pokles dividend), investície podniku (pokles dividend), zvýšenie cash flow (rast dividend), počet akcionárov (rast dividend), daň z príjmov (pokles dividend).

Faktorov, ktoré vplyvajú na dividendovú politiku je veľa. Preto nemožno stanoviť všeobecný model optimálnej dividendovej politiky.

¹⁸⁵ Marek, P.: Rozdeľovanie hospodárskeho výsledku a dividendová politika. Praha, Ekopres 2002, s. 54.

Možnosti uplatňovania dividendovej politiky v SR

O dividendovej politike na Slovensku možno povedať, že oproti iným štátom ešte stále nie je zvládnutou oblasťou. Väčšina podnikov vznikla privatizáciou a následne transformáciou štátnych podnikov na akciové spoločnosti. Ani po viac ako desiatich rokoch od obdobia privatizácie nedovoľovali ekonomické výsledky mnohých podnikov ešte dlho vyplácať dividendy. A tak možnosti uplatňovania dividendovej politiky boli obmedzené. Nestabilita investorov pramení z toho, že nevedia určiť výšku dividendy ani termín jej výplaty. Ceny akcií na slovenskom trhu sa menia veľmi prudko, preto rozhodujúcim činiteľom investícií nie sú dividendy, ale špekulácia kurzových pohybov akcií.

Manažment mnohých podnikov nereprezentuje záujmy vlastníkov podniku, ale vlastné záujmy. Z toho dôvodu neuplatňujú žiadnu dividendovú politiku, ale nerozdelený zisk reinvestujú alebo rozdelia medzi zamestnancov a štatutárne orgány. Rozhodnutie manažérov o výpláte dividend ovplyvňuje viacero faktorov, nielen finančná schopnosť vyplatiť dividendy. To znamená, že i silné podniky sa môžu rozhodnúť nevyplácať dividendy a voľne finančné prostriedky investovať do ďalšieho rozvoja podniku. Medzi podniky, či inštitúcie na slovenskom trhu, ktoré v období posledných desiatich rokov vyplácali dividendu patrili¹⁸⁶ VÚB kupón¹⁸⁷, VSŽ Košice¹⁸⁸, Slovnaft Bratislava¹⁸⁹, Slovenská poisťovňa¹⁹⁰, Slovakofarma Hlohovec¹⁹¹, Reštitučný investičný fond, Ozeta Trenčín¹⁹², Prvá komunálna banka (PKB)¹⁹³, Chemolak Smolenice, Nafta Gbely¹⁹⁴.

Podnik	2004	2005
	(v mld. SKK)	
Slovenský plynárenský priemysel	9,00	9,40
Slovak Telecom	2,19	1,05
Orange	1,50	2,25
Západoslovenská energetika	0,50	1,08
Východoslovenská energetika	0,42	0,54
Slovnaft	7,00*	4,35
Nafta Gbely	0,00	0,18
Tatra banka	1,24	1,60
VÚB	3,20	2,70
Slovenská sporiteľňa	2,00	1,90
* obdobie 2002 – 2004		

Obr. 44. Dividendy vyplatené zahraničným investorom v rokoch 2004 – 2005

Počas tohto obdobia prešli viaceré z akciových spoločností rozsiahlymi zmenami vrátane zmien akcionárskej štruktúry a vstupu zahraničných investorov do podnikov.¹⁹⁵ Do zahraničia tak plynie veľké množstvo peňažných prostriedkov vo forme vyplatených dividend (obr. 44).¹⁹⁶

Najviac dividend získali akcionári energetických podnikov. Ich hospodárske výsledky ovplyvnili predovšetkým nárast cien surovín v rokoch 2004 a 2005. V dôsledku toho väčšina prirodzených monopolov významne zvýšila svoje zisky.

Najväčší podiel na odleve kapitálu vo forme dividend mal Slovenský plynárenský priemysel, ktorý za rok 2005 vyplatil svojim menšinovým akcionárom Ruhrgas a Gaz de France 9,4 miliardy korún. Podobný vývoj sa dá očakávať aj v ďalších rokoch, pretože vedenie podniku oznámilo, že v najbližších troch rokoch nemieni meniť svoju dividendovú politiku. Veľkú časť z odchádzajúcich dividend vypláca svojim akcionárom aj bankový sektor. Minulý rok mal na nich približne tretinový podiel. Najviac, vyše 2,7 miliardy korún, išlo akcionárom Všeobecnej úverovej banky, a. s.

¹⁸⁶ Dokumentácia Burzy cenných papierov v Bratislave.

¹⁸⁷ V roku 1997 bol zrušený bez likvidácie a zlúčený s inou akciovou spoločnosťou.

¹⁸⁸ V roku 2000 získal celú výrobnú časť Východoslovenských železiarní podnik U. S. Steel Group, ktorý je dcérskym podnikom americkej korporácie United States Steel Corporation. Súčasne došlo k zmene názvu podniku VSŽ Košice na U. S. Steel Košice, s. r. o.

¹⁸⁹ V roku 2001 sa Slovnaft začlenil do stredo európskej ropno-plynárenskej skupiny MOL.

¹⁹⁰ V roku 2001 bolo na základe zmluvy o predaji predaných 66,79 % akcií akciovej spoločnosti Allianz AG Mníchov. Súčasne sa zmenilo obchodné meno Slovenskej poisťovne na Allianz – Slovenská poisťovňa.

¹⁹¹ V roku 2003 bola Slovakoforma prevzatá podnikom Zentiva, ktorý získal majoritné vlastníctvo v tomto podniku. Produkty začali byť realizované na trhu pod názvom Zentiva.

¹⁹² V roku 1991 bola Ozeta privatizovaná a v roku 2002 bol na ňu vyhlásený konkurz.

¹⁹³ V roku 2000 sa stala väčšinovým vlastníkom Prvej komunálnej banky nadnárodná finančná skupina Dexia. Vstup do PKB bol realizovaný prostredníctvom dcérskej akciovej spoločnosti Dexia Kommunalkredit Bank sídliacej vo Viedni, ktorá je tvorená európskou bankovou skupinou Dexia (51 %) a Kommunalkredit Austria (49 %).

¹⁹⁴ V roku 2005 boli akcionármi podniku Nafta, a. s. Slovenský plynárenský priemysel, a. s. (55,9 %), Ruhrgas International AG (40,27 %) a ostatní akcionári (3,83 %).

¹⁹⁵ S uvedeným procesom taktiež súvisela zmena obchodného mena niektorých z podnikov.

¹⁹⁶ Dokumentácia Burzy cenných papierov v Bratislave.

Príloha 4

Dividendová politika podnikov v SR

Dividendová politika uplatňovaná na Slovensku v rokoch 1994 až 1998 bola na samom začiatku. Prevažná väčšina akciových spoločností aj napriek dosiahnutým ziskom s vyplatením dividend pre svojich akcionárov nepočítala. Vytvorený zisk podniky využívali prednostne na financovanie svojich investičných projektov. Príkladom sú aj mliekarenské podniky uvedené na obr. 45.¹⁹⁷

Akciová spoločnosť	Čistý zisk (strata) v tis. SKK							
	2005 / na akciu		2006 / na akciu		2007 / na akciu		2008 / na akciu	
Rajo, a. s., Bratislava	-54 564	-77	-4 072	-6	-25 523	-36	10 131	14
Zempmilk, a. s., Michalovce	3 212	28	827	7	7 031	61	4 020	35
Milex, a. s., Nové Mesto nad Váhom	218	1	4 464	18	1 763	7	2 188	9
Mliekospol, a. s., Nové Zámky	-953	-13	8250	110	3916	52	2 251	30
Agromilk, a. s., Nitra	6 886	107	4 277	66	4 965	77	2 079	32
Laktis, a. s., Žilina	6 039	84	9 941	138	11 900	165	5 100	71
Senická mliekáraň, a. s.	2 221	10	3 561	16	3 583	17	1 927	9
Milsy, a. s., Bánovce nad Bebravou	10 853	251	2 004	46	23 746	549	15 211	352
Liptovská mliekáraň, a. s., Liptovský Mikuláš	961	13	896	12	41	1	130	1
Tamilk, a. s., Trnava	12 005	200	2 579	11	8 567	86	7 426	60
Tatranská mliekáraň, a. s., Kežmarok	847	10	-5 412	-61	-9 323	-106	-19 977	-226
Zvolenská mliekáraň, a. s., Zvolen	6 977	104	7 498	111	7 653	114	6 137	91

Obr. 45. Výška čistého zisku na akciu

Uvedené podniky v rokoch 1997-1998 skončili účtovné obdobie s kladným ziskom, s výnimkou Tatranskej mliekarene a spoločnosti Rajo, a. s. V danom období investície podnikov smerovali prednostne do oblastí modernizácie výrobných hál a technológií. Výška čistého zisku resp. straty na akciu sa pohybovala v rozmedzí od -226 do +549 SKK. Aj napriek vyčíslenej výške čistého zisku na akciu u väčšiny podnikov k výplate dividend dochádzalo len sporadicky, pretože podniky uplatňovali reinvestovanie zisku do rozvoja.

Medzi príčiny, ktoré bránili širšiemu uplatňovaniu dividendovej politiky v sledovanom období možno uviesť zhoršujúcu sa ekonomickú situáciu akciových spoločností a sťažený prístup k externým zdrojom financovania. Akciové spoločnosti sa spoliehali na bezbrannosť

¹⁹⁷ Dokumentácia Burzy cenných papierov v Bratislave.

drobných akcionárov (absencia ochrany práv drobných akcionárov), nepresadzovanie výplaty dividend zo strany manažérov a fakt, že slabo rozvinutý kapitálový trh nepostihoval spoločnosti, ktoré dividendy nevyplácajú.

Dividendová politika akciových spoločností na trhu BCPB

Na slovenskom trhu sa v rokoch 1994 až 1998 rozhodlo vyplatiť dividendu z celkového počtu 855 akciových spoločností na trhu BCPB iba päť a. s. každoročne, dvadsaťdeväť a. s. dvakrát, sedem a. s. trikrát, desať a. s. štyrikrát a zvyšných 799 a. s. nevyplatilo dividendu ani raz. Prehľad akciových spoločností, ktoré vyplátili dividendy za sledované obdobie je uvedený

Akciová spoločnosť	Vyplatená dividendy na akciu (v SKK brutto)				
	1994	1995	1996	1997	1998
Biotika Slovenská Ľupča	–	2,00	40,0	25,0	10
Dolkam Šuja	–	24,0	50,0	40,0	20
Dopravoprojekt	–	40,0	76,0	35,0	100
Hutný projekt Košice	–	80,0	–	60,0	60
Chemolak Smolenice	56,0	68,0	10,0	10,0	12
Inchem IF	–	15,0	17,6	15,0	–
Inžinierske stavby Košice	–	15,0	20,0	23,0	25
Košická mliekareň	5,8	7,7	2,0	0,0	–
Medea Košice	–	10,0	15,0	17,6	20
Nafta Gbely	26,0	34,0	16,0	16,0	8
Ozeta Trenčín	25,0	25,0	25,0	0,0	0
Plastika Nitra	30,0	35,0	10,0	11,5	25
Polňonákup Spiš	–	5,0	6,0	6,0	2
Prvá komunálna banka	–	–	1350,0	1400,0	1300
Reštitučný investičný fond	–	63,0	–	75,0	70
Slovakofarma Hlohovec	–	146,0	250,0	220,0	120
Slovenská poisťovňa	–	100,0	100,0	100,0	100
Slovnaft Bratislava	10	10,0	21,0	20,0	30
Tatra kupón fond	–	50,0	63,0	163,0	200
Termstav	–	80,0	100,0	100,0	100
VŠZ Košice	9,4	20,0	30,0	40,0	20
VÚB kupón	–	26,5	38,0	10,9	–
– údaj nie je k dispozícii					

Obr. 46. Výplata dividend v rokoch 1994 – 1998

na obr. 46¹⁹⁸. Vyplýva z nej, že výška dividend bola v prepočte na akciu u väčšiny akciových spoločností nízka. Pri akciovej spoločnosti Slovnaft, ktorá patrí medzi finančne najsilnejšie

¹⁹⁸ Tamže.

a. s. na Slovensku, dosiahla výška dividendy za rok 1993 1 % z nominálnej hodnoty akcie, t. j. 10 SKK na akciu. V nasledujúcich rokoch to bolo postupne 10, 21, 20 a 30 SKK na akciu. V sledovanom období vyplácali najvyššiu dividendu na akciu Slovakofarma Hlohovec a Slovenská poisťovňa.

V sledovanom období bolo na Slovensku málo podnikov, ktoré vyplácali dividendy každý rok. Pravidelné dividendy s priemerným výnosom vyplácala do roku 1997 spoločnosť VSŽ, a. s. Košice. Obr. 47¹⁹⁹ prezentuje údaje, ktoré najlepšie charakterizujú, aká bola dividendová politika spoločnosti VSŽ, a. s. od roku 1993. Z údajov vyplýva, že podiel vyplatených dividend z čistého zisku bol v rozmedzí od 39 – 79 %.

	1993	1994	1995	1996	1997
Dividenda pred zdanením (v mil. SKK)	154	329	493	658	329
Dividenda brutto na akciu (v SKK)	9,36	20,0	30,0	40,0	20,0
Trhová cena na BCPB (v SKK)	387	600	750	400	290
Valné zhromaždenie	10.5.1994	3.5.1995	21.5.1996	21.5.1997	215.1998
Čistý nekonsolidovaný zisk na výplatu dividend (v %)	78,75	47,30	39,77	48,81	55,29

Obr. 47. Dividendy VSŽ a. s., Košice

Spoločnosť VSŽ a. s., Košice od roku 1993 vyplatila dividendy každý rok, aj keď výška dividend na akciu sa pohybovala v rozpätí 9 – 40 SKK / akciu. Najvyšší podiel vyplatených dividend z čistého zisku bol v roku 1993 vo výške 78,75 %.

Výplata dividend akciovej spoločnosti Slovnaft, a. s. Bratislava

Akcionári rafinárskej spoločnosti Slovnaft, a. s.²⁰⁰ Bratislava rozhodli na riadnom valnom zhromaždení o rozdelení zisku po zdanení za rok 2004 vo výške 9,693 mld. SKK.²⁰¹ Rozhodli tiež o nerozdelení zisku vo výške 4,393 mld. SKK. V zmysle rozhodnutia akcionárov Slovnaft vyplatil dividendy v celkovej sume 4,331 mld. SKK, čo je 44,68 % zisku po zdanení. Výnos z dividend na akciu predstavoval 210 SKK, čo predstavovalo 21 % z nominálnej hodnoty akcie.²⁰² Akcionári zároveň rozhodli aj o zmene spôsobu výplaty dividend za rok 2003, ktoré neboli vyplatené ku dňu 25.4.2005. Pre malých akcionárov to znamenalo zjednodušenie výplaty dividend.²⁰³

O rok neskôr rozhodli akcionári na riadnom valnom zhromaždení o rozdelení zisku po zdanení za rok 2005 vo výške 8,66 mld. SKK. Na dividendách vyplatil Slovnaft 7,79 mld. SKK, čo predstavovalo 377,5 SKK na akciu – teda takmer o 80 % viac ako rok predtým.

¹⁹⁹ Profil firmy VSŽ a. s., Košice. Hospodársky denník 17.3.1995, s. 15.

²⁰⁰ Majoritným akcionárom Slovnaftu je maďarská ropná a plynárenská a. s. MOL, ktorá vlastní 98,4 % akcií spoločnosti. Na ostatné právnické osoby pripadá 0,3 % a 1,3 % akcií Slovnaftu vlastní individuálni akcionári.

²⁰¹ V súlade s platnými zákonmi a stanovami akciovej spoločnosti 10 % zo zisku po zdanení išlo do zákonného rezervného fondu.

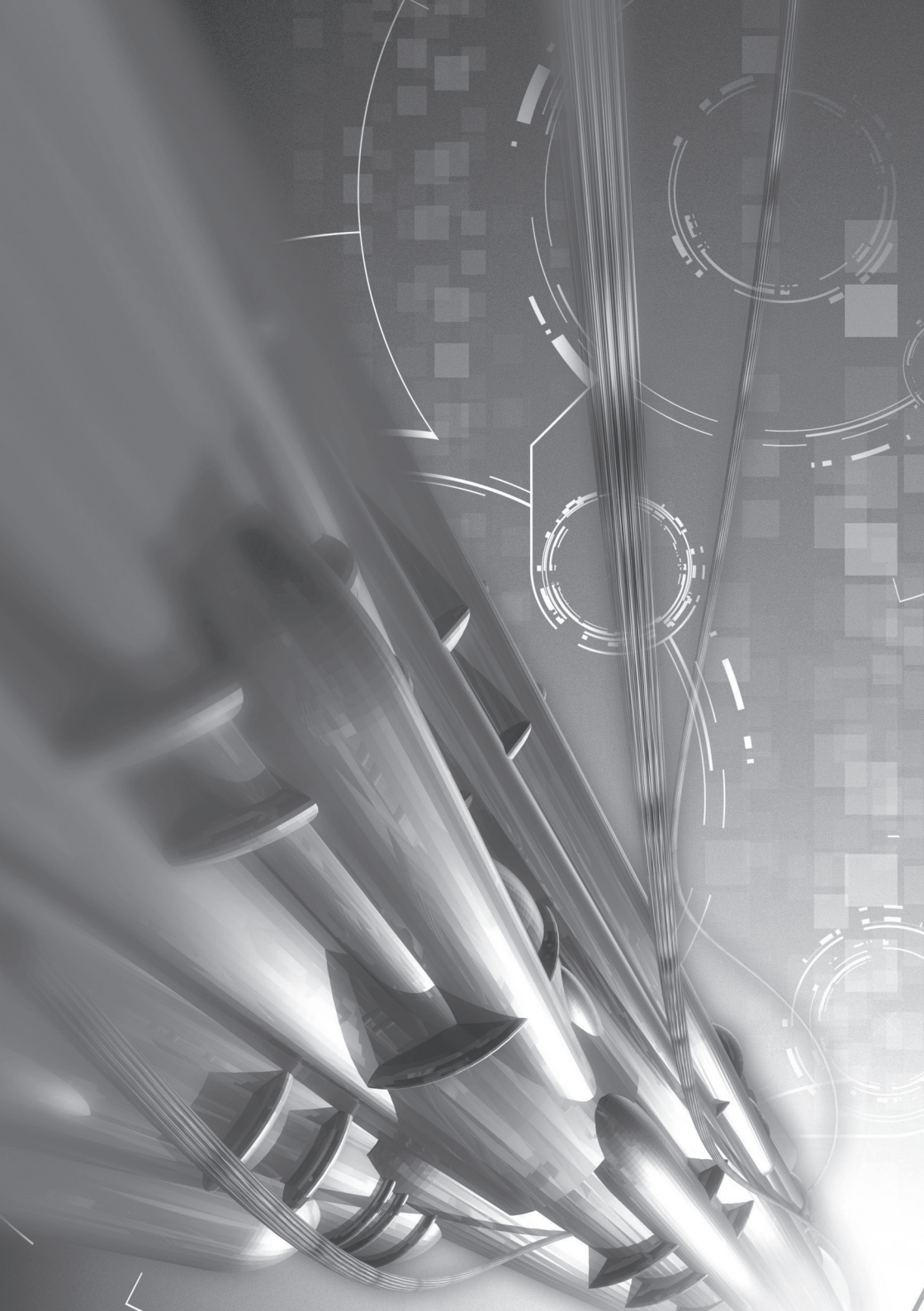
²⁰² Valné zhromaždenie rozhodlo o vyplatení dividendy na akciu za rok 2003 vo výške 132,50 SKK

²⁰³ Zmenu umožnila novela zákona o cenných papieroch, ktorá odstránila problematické ustanovenia a vrátila tak pravidlá platné pred rokom 2004. Akciové spoločnosti sú tak opäť oprávnené získať register emitenta s identifikáciou akcionárov a môžu vyplatiť svojim akcionárom dividendy aj bez toho, aby tí museli predložiť výpis z Centrálného depozitára cenných papierov (CDCP) na vlastné náklady. Na výplatu dividend za rok 2003 podľa pravidiel schválených valným zhromaždením Slovnaftu má nárok fyzická alebo právnická osoba, ktorá bola ku dňu 4.6.2004 evidovaná u CDCP ako akcionár Slovnaftu.

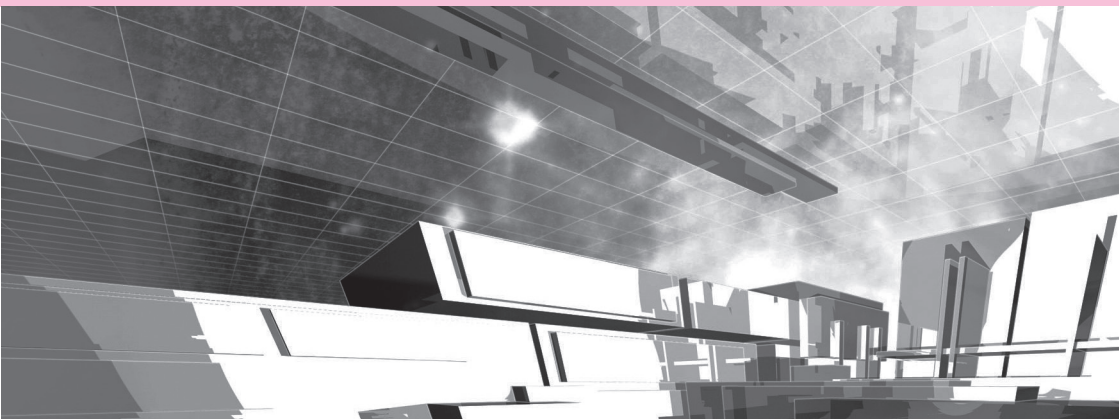
Suma dividendy na akciu bola 37,75 % z jej nominálnej hodnoty. Akcionári ďalej rozhodli, že časť zisku vo výške 677,58 mil. SKK ponechajú ako nerozdelený zisk. Akciová spoločnosť tak mala k dispozícii pre svoje rozvojové aktivity nerozdelený zisk z predchádzajúcich rokov v celkovej výške približne 9 mld. SKK. Do zákonného rezervného fondu išlo z dosiahnutého zisku 176,34 mil. SKK. Slovnaft tak už mal vytvorený rezervný fond v maximálnej výške 20 % svojho základného imania, čo vyžadoval zákon a stanovky a. s. Na umorenie strát minulých období schválili akcionári 24 mil. SKK. Výsledky spoločnosti Slovnaft, a. s. za rok 2005 potvrdzovali stratégiu spoločnosti, ktorej základnými piliermi sú silná exportná výkonnosť²⁰⁴ a masívne investície do zvyšovania efektívnosti spracovania ruskej ropy. Za uplynulých 10 rokov investoval Slovnaft do technologickej modernizácie a rozvoja takmer 50 mld. SKK.

V roku 2006 hospodárila spoločnosť Slovnaft, a. s. podľa medzinárodných štandardov pre finančné výkazníctvo (skratka IFRS) s čistým ziskom vo výške 6,381 mld. SKK, čo znamenalo medziročný pokles o 31 %. Podľa informácií zverejnených samotnou a. s., bol zaznamenaný prevádzkový zisk na úrovni 7,847 mld. SKK, čo bolo medziročne menej o 30,6 %. Riadne valné zhromaždenie prerokovalo 20.4.2007 výročnú správu a schválilo riadnu, individuálnu a konsolidovanú účtovnú závierku za rok 2006. Rovnako schválilo aj rozdelenie zisku za rok 2006 a na výplatu dividend stanovilo hodnotu 7,49 mld. SKK, čo predstavovalo 363 SKK na akciu.

²⁰⁴ V tomto roku sa vývoz podieľal na zisku akciovej spoločnosti približne na úrovni 80 %.



Prípadová štúdia 1 Dividendová politika Všeobecnej Úverovej Banky a. s.



: Všeobecná úverová banka (VÚB, a. s.) bola založená 1.1.1990 štátnou bankou československou v súvislosti s reformou československého bankového systému ako štátny peňažný ústav s pôsobnosťou na území celej ČSFR. V roku 1992 sa banka transformovala na akciovú spoločnosť, ktorá bola v roku 2001 sprivatizovaná talianskou bankovou skupinou Intesa Holding International S.A.²⁰⁵ Banka od privatizácie v roku 2001 prešla významnými zmenami, ktorých cieľom bolo predovšetkým skvalitnenie produktov pre zákazníkov.

Všeobecná úverová banka, a. s. (VÚB) poskytuje bankové služby podnikovým, retailovým aj inštitucionálnym zákazníkom prostredníctvom siete obchodných miest, ktorá zahŕňa 26 korporatívnych pobočiek, 208 retailových pobočiek vrátane detašovaných pracovísk a 11 hypotekárnych centier v rámci celého územia Slovenskej republiky.²⁰⁶ Od 1.10.2004 VÚB spolu s bankou Tatra banka, a. s. a Slovenskou sporiteľňou, a. s. uviedli do prevádzky retailový úverový register, ktorého prevádzkovateľom je spoločnosť Slovak Banking Credit Bureau, s. r. o. V januári 2005 sa do uvedeného projektu zapojilo ďalších 12 bankových inštitúcií, ktoré spolu so zakladajúcimi bankami očakávali spustením registra zjednodušenie a zrýchlenie prístupu k bankovým službám, zlepšenie kvality úverovania obyvateľstva a tým zníženie počtu klasifikovaných úverov.²⁰⁷ V snahe akciovej spoločnosti vstúpiť na trh nebankových spotrebiteľských

²⁰⁵ K 31.12.2005 akcionári Intesa Holding International S.A. vlastnili 96,49 % akcií, ostatní: 3,51 %.

²⁰⁶ Uvedený stav bol aktuálny ku dňu 3.7.2007.

²⁰⁷ Klasifikované úvery predstavujú kategóriu nesplácaných (nedobytných, rizikových) úverov. Na Slovensku začiatkom 90-tých rokov ich podiel veľmi narastal. To malo negatívny vplyv nielen na banky samotné, ale sprostredkované aj na celé podnikateľské prostredie.

financií, VÚB koncom roku 2004 podpísala zmluvu o kúpe akcií s akcionármi finančnej skupiny piatich akciových spoločností – TatraCredit, a. s., QUATRO, a. s., Q – CAR, a. s. SLOVENSKÁ POŽIČOVŇA a. s. a Slovenské kreditné karty, a. s. Celou transakciou, ktorá bola ukončená dňa 31.5.2005, banka získala viac ako 400 tisíc zákazníkov a významne rozšírila svoje distribučné kapacity, prostredníctvom ktorých ponúka úverové produkty, splátkové produkty, produkty kariet a iné služby. Odkúpené spoločnosti boli zlúčené a riadené novou dcérskou spoločnosťou VÚB pod názvom Consumer Finance Holding, a. s. VÚB spolu s Generali Poistovňou, a. s. úspešne vstúpili na trh starobného dôchodkového poistenia prostredníctvom spoločnej dcérskej spoločnosti VÚB Generali dôchodková správcovská spoločnosť, a. s., ktorá sa stala tretou najväčšou dôchodkovou správcovskou spoločnosťou na Slovensku. Objem aktív spravovaných akciovou spoločnosťou VÚB Generali dôchodková správcovská spoločnosť, a. s. prekročil v októbri 2005 1 mld. SKK.

V máji 2005 zaradil prestížny finančný časopis Global Finance VÚB k najlepším bankám v Strednej a Východnej Európe ako „BEST EMERGING MARKET BANKS 2005“ a v septembri 2005 jej udelil ocenenie „Best Bank in Slovakia“. Okrem toho každá z troch hlavných svetových ratingových agentúr pristúpila v roku 2005 k zlepšeniu ratingu banky alebo jeho výhľadu.

Obchodovanie s akciami VÚB

Akcie VÚB sú obchodované na verejnom kapitálovom trhu burzy cenných papierov, ich celkový počet je 4 078 108 akcií na meno. Menovitá hodnota jednej akcie je 1000 SKK. Okrem týchto akcií VÚB emitovala aj 89 akcií na meno, ktoré nie sú verejne obchodovateľné, pričom nominálna hodnota jednej akcie je 100 mil. SKK. Vývoj ceny akcií VÚB ktoré sú obchodované na kótovanom trhu Burzy cenných papierov v Bratislave,²⁰⁸ znázorňuje obr. 48²⁰⁹ Do grafov bola pre lepšie porovnanie vývoja ceny akcie VÚB pridaná krivka vývoja slovenského akciového indexu SAX²¹⁰. Grafy vychádzajú z uzatvárajacej ceny akcie VÚB na konci obchodného obdobia. Objem obchodu znamená množstvo obchodovaných akcií VÚB v kusoch počas obchodného dňa.

Najväčší nárast záujmu o akcie bol v ostatných rokoch (práve v roku 2003), kedy bola zrušená daň z príjmu z dividend. Od tohto roku je badateľný aj nárast cien akcií spôsobený zvýšením dopytu. Akcie VÚB patrili aj k 1. polroku 2007²¹¹ medzi najobchodovanejšie emisie akcií na BCPB spolu s akciami podniku Železiarne, a. s., Podbrezová.

Rozhodnutie o výplate dividend

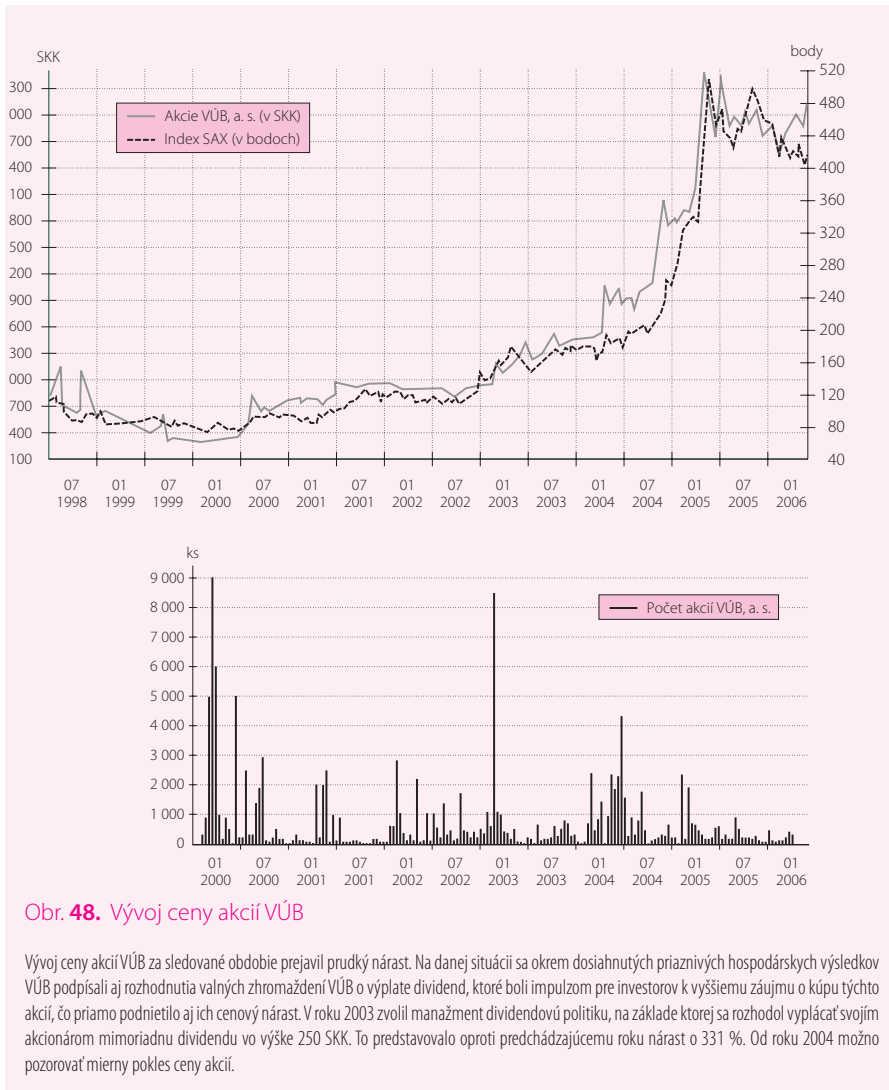
Všeobecná úverová banka v sledovanom období vyplácala svojim akcionárom dividendy pravidelne (jedenkrát ročne) v hotovosti. V uplynulých rokoch realizovala nasledujúcu dividendovú politiku:

²⁰⁸ Akciový kótovaný hlavný trh BCPB je tvorený šiestimi kótovanými titulmi, ktorými sú Biotika, Novitech, OTP Banka Slovensko, SES Tlmače, Slovnaft a VÚB.

²⁰⁹ Dokumentácia a ročenky Burzy cenných papierov v Bratislave.

²¹⁰ Slovenský akciový index – SAX je oficiálnym akciovým indexom BCPB. Formula indexu je flexibilná a umožňuje meniť zastúpenie jednotlivých akciových spoločností v indexe a tiež ich počet podľa toho, ako sa mení ich obchodovateľnosť, resp. vstup novej akciovej spoločnosti na kapitálový trh.

²¹¹ Podľa údajov ročenky Burzy cenných papierov v Bratislave.



Obr. 48. Vývoj ceny akcií VÚB

Vývoj ceny akcií VÚB za sledované obdobie prejavil prudký nárast. Na danej situácii sa okrem dosiahnutých priaznivých hospodárskych výsledkov VÚB podpísali aj rozhodnutia valných zhromaždení VÚB o výplate dividend, ktoré boli impulzom pre investorov k vyššiemu záujmu o kúpu týchto akcií, čo priamo podnietilo aj ich cenový nárast. V roku 2003 zvolil manažment dividendovú politiku, na základe ktorej sa rozhodol vyplácať svojim akcionárom mimoriadnu dividendu vo výške 250 SKK. To predstavovalo oproti predchádzajúcemu roku nárast o 331 %. Od roku 2004 možno pozorovať mierny pokles ceny akcií.

1. Rozhodnutie o výplate dividend za rok 2002. Valné zhromaždenie, ktoré sa konalo dňa 22.5.2003, rozhodlo o vyplatení dividend z akcií VÚB za rok 2002 vlastníkom akcií VÚB pod označením ISIN: SK1110001437 vo výške 58 SKK na každú akciu s menovitou hodnotou 1000 SKK k rozhodujúcemu dňu, ktorým bol 28.5.2003. Banka rozposlala doporučené vlastníkom akcií VÚB dividendové poukážky na adresy, ktoré boli evidované k tomuto dňu v Stredisku cenných papierov SR, a. s. Doba splatnosti dividendovej poukážky v hotovosti bola stanovená do 28.7.2003.

2. Rozhodnutie o výplate dividend za rok 2003. O vyplatení dividend z akcií VÚB za rok 2003 rozhodlo valné zhromaždenie, ktoré sa konalo dňa 14.4.2004. Išlo o výplatu dividend z akcií označených ISIN: SK1110001437 s menovitou hodnotou 1000 SKK. Výška dividendy pripadajúca na jednu akciu bola 250 SKK. Ako rozhodujúci deň bol určený 3.5.2004. Podobne ako pri výplate dividend v roku 2002, akcionári VÚB získali dividendové poukážky na adresách evidovaných v Centrálnom depozitári cenných papierov (bývalé Stredisko cenných papierov SR, a. s.) k 3.5.2004. Dividendová poukážka bola splatná v hotovosti od 5.7.2004.

3. Rozhodnutie o výplate dividend za rok 2004. Valné zhromaždenie akcionárov VÚB ktoré sa konalo dňa 5.4.2005 rozhodlo, že právo na výplatu dividendy zo zisku dosiahnutého v roku 2004 vo výške 210 SKK na každú akciu VÚB v menovitej hodnote 1000 SKK majú všetky osoby, ktoré boli podľa evidencie Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. vlastníkami akcií VÚB, s číselným označením ISIN SK1110001437 ku dňu 4.5.2005, t. j. k rozhodujúcemu dňu na určenie osôb oprávnených uplatniť právo na dividendu. Valné zhromaždenie zároveň určilo 1.6.2005 za deň, od ktorého si môžu akcionári VÚB, uplatniť nárok na vyplatenie dividendy. Spôsob a miesto výplaty dividendy boli oznámené listom, ktorý VÚB zaslala všetkým osobám oprávneným uplatniť si právo na dividendu.

4. Rozhodnutia o výplate dividend za rok 2005. Valné zhromaždenie akcionárov VÚB, ktoré sa konalo dňa 6.4.2006 rozhodlo, že právo na výplatu dividendy zo zisku dosiahnutého v roku 2005, vo výške 285 SKK na každú akciu VÚB v menovitej hodnote 1000 SKK majú všetky osoby, ktoré boli podľa evidencie Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. vlastníkami akcií VÚB s číselným označením ISIN SK1110001437 ku dňu 5.5.2006, t. j. k rozhodujúcemu dňu na určenie osôb oprávnených uplatniť právo na dividendu. Valné zhromaždenie zároveň určilo 5.6.2006 za deň, od ktorého si môžu akcionári VÚB uplatniť nárok na vyplatenie dividendy. Spôsob a miesto výplaty dividendy boli oznámené listom, ktorý VÚB zaslalo všetkým osobám oprávneným uplatniť si právo na dividendu.

5. Rozhodnutie o výplate dividend za rok 2006. Valné zhromaždenie akcionárov VÚB, ktoré sa konalo dňa 4.4.2007 rozhodlo, že právo na výplatu dividendy zo zisku dosiahnutého v roku 2006 vo výške 217 SKK na každú akciu VÚB v menovitej hodnote 1000 SKK majú všetky osoby, ktoré boli podľa evidencie Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. vlastníkami akcií VÚB s číselným označením ISIN SK1110001437 ku dňu 4.5.2007, t. j. rozhodujúci deň na určenie osôb oprávnených uplatniť právo na dividendu. Valné zhromaždenie zároveň určilo 4.6.2007 za deň, od ktorého si môžu oprávnení akcionári VÚB uplatniť nárok na vyplatenie dividendy. Spôsob a miesto výplaty dividendy boli oznámené listom, ktorý VÚB zaslala všetkým osobám oprávneným uplatniť si právo na dividendu na ich adresy, uvedené v evidencii Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s.

Uvedené skutočnosti o výplatách dividend sú zhrnuté na obr. 49²¹².

Rozhodujúci deň znamená, že akcionár má právo na dividendu, pokiaľ k tomuto dňu vlastní akcie VÚB podľa zoznamu vlastníkov akcií VÚB vedeného v Centrálnom depozitári cenných papierov SR, a. s. Dátum splatnosti dividendy je dátum začiatku vyplácania dividendy, ktorý bol určený rozhodnutím valného zhromaždenia akcionárov VÚB.

²¹² Výročná správa VÚB za sledované obdobie.

Dividenda za rok	Dividendy na jednu akciu VÚB, a. s. (suma v SKK)	Rozhodujúci deň na určenie osôb oprávnených na dividendu	Dátum splatnosti dividendy
2002	58 *	28.5.2003	30.5.2003
2003	250 *	3.5.2004	7.5.2004
2004	210	4.5.2005	1.6.2005
2005	285	5.5.2006	5.6.2006
2006	217	4.5.2007	4.6.2007

* zdaňovanie dividend podlieha dani z príjmu

Obr. 49. Prehľad o výplate dividend z akcie VÚB, a. s.

Valné zhromaždenie VÚB rozhodlo tiež o rozdelení zisku za rok 2006 v celkovej výške 3 758 522 000 SKK, a to nasledujúcim spôsobom:

- dividendy akcionárom 2 816 249 000 SKK,
- prídel do nerozdeleného zisku 942 273 000 SKK.

VÚB zostavuje individuálnu účtovnú závierku podľa medzinárodných účtovných štandardov finančného vykazovania a konsolidovanú účtovnú závierku za konsolidovaný celok. Tak tiež banke vyplýva povinnosť zverejniť účtovnú závierku na internete.²¹³

Spôsob a miesto výplaty dividendy

Všeobecná úverová banka uplatňovala hotovostný aj bezhotovostný spôsob výplaty dividend svojim akcionárom. Výplata dividendy prebiehala jedným z troch spôsobov:

- v hotovosti na základe platného občianskeho preukazu, ktorý osobne predložil akcionár VÚB na ktoromkoľvek obchodnom mieste VÚB (pobočka alebo expozitúra) na Slovensku. V prípade, ak je dividenda vyššia ako 100 000 SKK, výplata je možná iba na účet bezhotovostným prevodom,
- na účet na základe vyplnenej žiadosti o výplatu dividend z akcií VÚB bezhotovostným prevodom. Žiadosť bolo potrebné osobne podať na ktoromkoľvek obchodnom mieste VÚB (pobočka alebo expozitúra) na Slovensku. Totožnosť osoby a podpis akcionára VÚB boli bezplatne overené zamestnancami VÚB na základe osobného predloženia platného občianskeho preukazu,
- na účet na základe vyplnenej žiadosti o výplatu dividend z akcií VÚB bezhotovostným prevodom zaslanej poštou na vlastné náklady na adresu ústredia VÚB. Pred zaslaním bolo potrebné dať úradne overiť podpis žiadateľa (notárom alebo matrikou) na vyplnenom formulári.

Akcionári – právnické osoby – museli k uvedenej žiadosti priložiť aj úradne overený výpis z obchodného registra (nie starší ako tri mesiace) a zaslať ho na vlastné náklady na adresu: VÚB, Department 6704 – Back Office, Mlynské nivy 1, 829 90 Bratislava.

²¹³ Povinnosť zverejnenia majú obchodné spoločnosti, ktoré majú povinnosť zostaviť individuálnu účtovnú závierku podľa IAS/IFRS. Individuálna účtovná závierka sa zverejňuje do 30 dní po schválení závierky na dobu jedného roka.

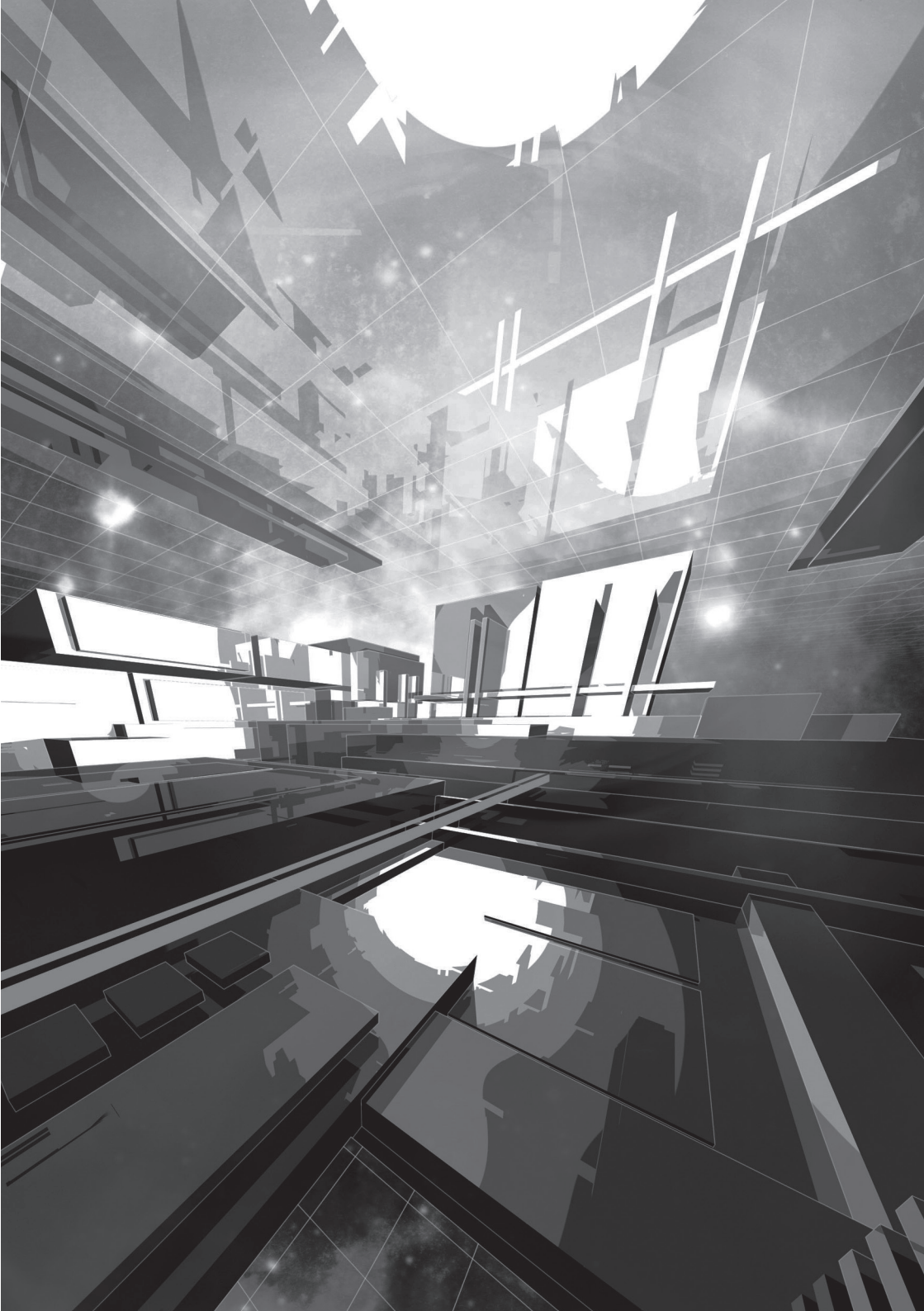
Zdaňovanie príjmu z dividend

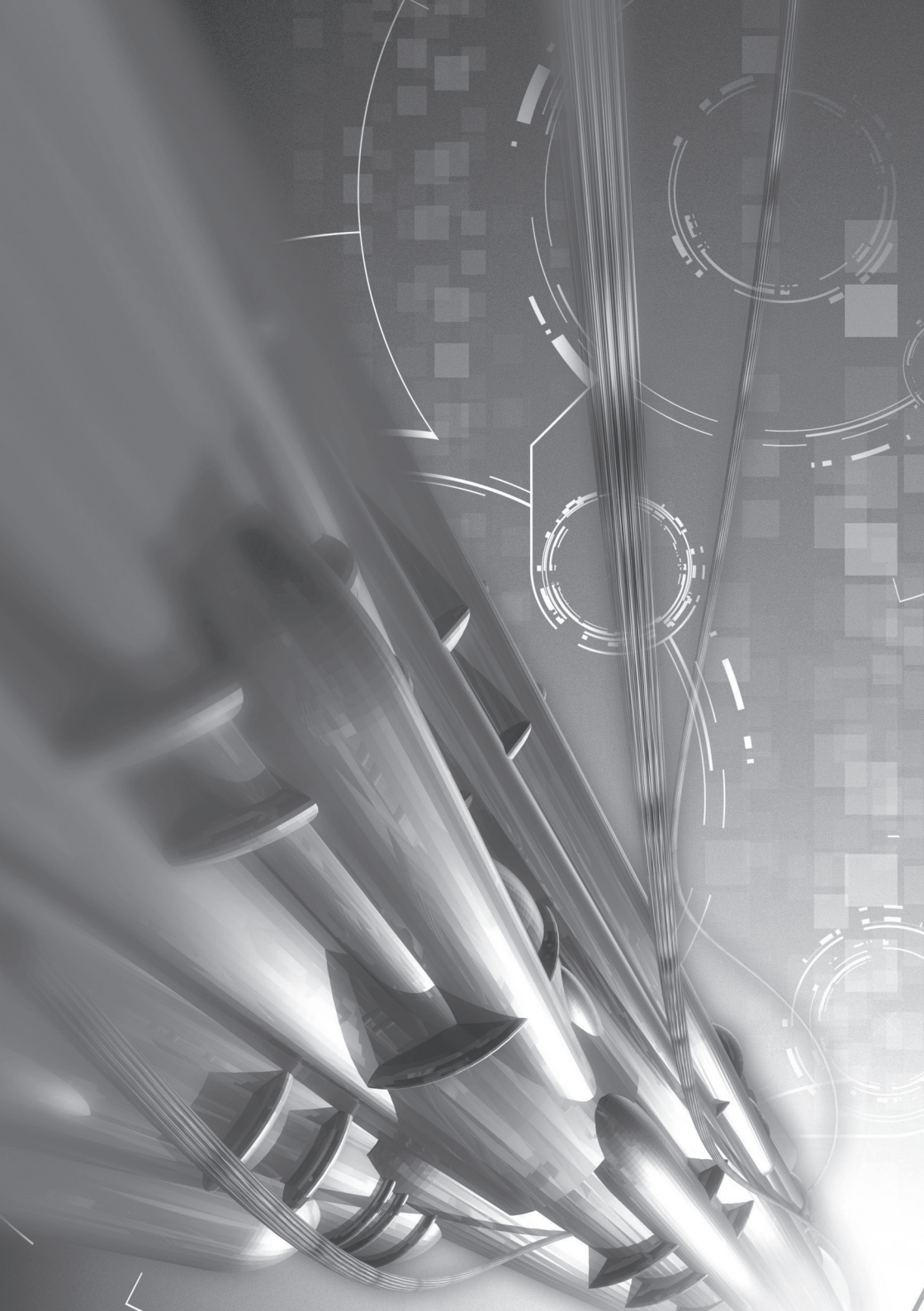
V roku 2002 boli dividendy zdaňované. Akcionári VÚB so sídlom alebo bydliskom v Slovenskej republike nemali daňovú povinnosť z dividend z výsledku hospodárenia dosiahnutého v roku 2002, pretože túto povinnosť si musela splniť a daň odvieť VÚB. Príjemca (akcionár) získal už čistý dividendový výnos. V roku 2003 príjemca dividendy zodpovedal za zdanenie dividend vyplácaných z výsledku hospodárenia dosiahnutého v roku 2003. Dividendy sa zdaniť ako súčasť základu dane platnou sadzbou dane 19 %.²¹⁴ Pre zahraničných akcionárov vyplatila VÚB dividendy až po zdanení v Slovenskej republike, pričom platná sadzba dane 19 % bola znížená podľa Zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia v odbore daní z príjmov uzavretej s príslušnou krajinou po predložení úradne overeného potvrdenia o daňovom domicile²¹⁵ spolu s jeho úradným prekladom do slovenského jazyka. V rokoch 2004 až 2006 vyplatená dividenda zo zisku nebola predmetom dane z príjmu pre fyzické osoby²¹⁶, pretože sa od roku 2004 dividendy nezdaňujú.

²¹⁴ Podľa § 15 Zákona č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov.

²¹⁵ Domicil je miesto stáleho bydliska, resp. sídla fyzického, resp. právnického subjektu. Domicil právnickej osoby je zvyčajne zaznamenaný v obchodnom registri.

²¹⁶ Podľa ustanovenia § 3 ods. 2 písm. c), resp. pre právnické osoby podľa ustanovenia § 12 ods. 7 písm. c) Zákona č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov. Z tohto dôvodu sa dividenda za roky 2004 – 2006 nezahŕňa do základu dane a nebude súčasťou daňového priznania k dani z príjmov podávaného na Slovensku za sledované obdobie. Pre zahraničných akcionárov tento fakt nevyklučuje prípadné zdanenie dividend podľa právnych predpisov platných v štáte, kde majú daňový domicil, t. j. v krajine, kde platia dane.





4. kapitola Úloha centrálnej banky vo finančnom systéme podniku



Centrálna banka má významné postavenie hlavne v súvislosti s uskutočňovaním menovej politiky v ekonomike. Špecifické postavenie v tejto súvislosti majú centrálny banky členských krajín Európskej únie, ktoré z dôvodu jednotnej menovej politiky v Európskej menovej únii strácajú individuálnu zodpovednosť za menovú politiku. Centrálna banka má kľúčové miesto pri regulovaní množstva peňazí v obehú a pri regulácii bankového systému v ekonomike. Pri vykonávaní tejto činnosti vstupuje na finančný trh, predovšetkým na devízový trh a trh cenných papierov.

Funkcia centrálnej banky pri uskutočňovaní menovej politiky nadobudla osobitný význam predovšetkým v dôsledku rozšírenia bezhotovostných peňazí v ekonomike. Pri uskutočňovaní cieľov menovej politiky uplatňuje centrálna banka nasledujúce druhy nástrojov menovej politiky:

- Refinančné úvery poskytované centrálnou bankou jednotlivým bankám vo forme diskontného úveru, reeskontného úveru alebo lombardného úveru. Diskontný úver si banky požičiavajú obvyčajne v prípadoch potreby riešenia problémov s likviditou, väčšinou krátkodobého a sezónneho charakteru. Používajú sa však aj na dlhodobšie problémy s likviditou. Bežné a sezónne diskontné úvery sa úročia diskontnou sadzboú, ktorá je dôležitým indikátorom pre stanovovanie úrokových sadzieb úverov na medzibankovom trhu. Vyjadruje cenu, za ktorú si môžu banky obstaráť úvery od centrálnej banky. Reeskontný úver získavajú banky na základe toho, že centrálna banka odkúpi (reeskontuje) bankami eskontované cudzie zmenky prvotriednej kvality od ich zákazníkov. Ide o krátkodobé úvery, ktorými narastá množstvo najlikvidnejších peňazí v obehú – menová báza.

Hodnota, ktorú si centrálna banka zráža pri odkúpení zmenky sa nazýva diskont a predstavuje jej zisk z tejto operácie. Poskytovanie reeskontných úverov je vzhľadom na to, že zmenky sú používaným finančným nástrojom v zahraničnom obchode, nielen nástrojom menovej politiky, ale aj nástrojom podpory exportu. Lombardný úver je krátkodobý úver, ktorý poskytuje centrálna banka na základe založenia cenných papierov. Poskytovaním lombardných úverov sa zvyšuje menová báza. Vo všeobecnosti je možné konštatovať, že úroková sadzba tohto úveru nebýva zhodná s diskontnou sadzbou.

- Operácie na voľnom trhu sú v súčasnosti veľmi obľúbeným nástrojom, ktorý využívajú centrálna banka pri riadení množstva peňazí v obehu. Príkladom operácií na voľnom trhu sú repoobchody, ktoré sú založené na predaji štátnych cenných papierov s ich spätným odkúpením v stanovenom termíne – prosté repo, alebo nákup cenných papierov zo strany centrálna banky s ich spätným predajom v stanovenom čase – tzv. reverzné repo. V tomto prípade zároveň rastie aj množstvo peňazí v obehu, resp. menová báza. Je potrebné pripomenúť, že repoobchody sa uskutočňujú na sekundárnom trhu s cennými papiermi. Táto skutočnosť znamená, že uskutočnenie reverzného repoobchodu predpokladá prvotný nákup štátnych cenných papierov bankovými finančnými sprostredkovateľmi. Tento prvotný nákup ešte neznamená zvýšenie množstva peňazí v obehu, ale len presun peňazí od veriteľov k dlžníkom (štátu). V prípade uskutočnenia reverzného repoobchodu sa však zvyšuje množstvo peňazí v obehu a v konečnom dôsledku to znamená, že centrálna banka financuje rozpočtový deficit. Tento ekonomický jav má názov monetizácia dlhu.
- Kurzové intervencie predstavujú dôležitý finančný nástroj centrálna banky, ktorý má vplyv na celkové množstvo peňazí v obehu. Primárnym cieľom tohto nástroja je však regulácia menového kurzu. V dôsledku kurzových intervencií sa menia krátkodobé úrokové sadzby domácej meny, čo v konečnom dôsledku znamená zmenu menovej bázy. Kurzové intervencie sa môžu uskutočňovať dvomi spôsobmi:
 - nepriamo, prostredníctvom zmien v diskontnej sadzbe s úmyslom ovplyvniť príliv alebo odliv zahraničného kapitálu, ktorý následne vplýva aj na dopyt a ponuku domácej meny, a tým aj na menový kurz,
 - priamo, prostredníctvom devízovej intervencie, keď centrálna banka nakupuje domácu menu alebo menové zlato za meny zahraničných krajín. Táto skutočnosť znamená zmenu v dopyte a ponuke po zahraničnej mene na domácom devízovom trhu. Nákupom zahraničnej meny centrálnou bankou za domácu menu sa zvyšuje dopyt po zahraničnej mene na domácom devízovom trhu, v dôsledku čoho sa zahraničná mena začne zhodnocovať a domáca znehodnocovať. Centrálna banka vplýva na posilnenie domácej meny opačne, a to predajom zahraničnej meny za domácu menu.
- Povinné minimálne rezervy sú vklady bánk, ktoré sú povinné umiestniť do centrálna banky. Hodnotu povinných minimálnych rezerv stanovuje centrálna banka predpisom, v ktorom stanovuje veľkosť povinného podielu z hodnoty zákazníckych vkladov v bankách (nie medzibankových depozít). V prípade termínových vkladov je tento podiel povinných minimálnych rezerv vyšší.

Transakcie realizované centrálnou bankou na finančnom trhu majú dopad nielen na subjekty sektora finančných inštitúcií, ale aj na štátny rozpočet. Úlohy centrálna banky sú v značnej miere ovplyvnené existujúcim finančným systémom, resp. bankovým systémom, ktorý tvorí významnú súčasť finančného systému.

V Slovenskej republike vykonáva dohľad nad finančným trhom Národná banka Slovenska od začiatku roku 2006 v súlade s medzinárodnými štandardami a smernicami Európskej únie.

Predmetom dohľadu sú transakcie všetkých bankových aj nebankových finančných sprostredkovateľov. Národná banka Slovenska súčasne predkladá polročné a ročné správy Národnej rade Slovenskej republiky a vláde o stave a vývoji finančného trhu. Sústredenie dohľadu nad finančným trhom do centrálnych bánk členských krajín Európskej únie zároveň vytvára predpoklady pre rozvoj finančného systému založeného na bankách univerzálneho typu.

Dohľad nad finančným trhom

Od januára 2006 vykonáva Národná banka Slovenska integrovaný dohľad nad finančným trhom.²¹⁷ Tým sa výrazne rozšírila jej pôsobnosť okrem dovtedajšieho bankového dohľadu aj o dohľad nad kapitálovým trhom a poisťovníctvom (predtým dohľad vykonával Úradu pre finančný trh), o dohľad nad subjektmi kapitalizačného piliera dôchodkového systému a doplnkového dôchodkového poistenia. Cieľom dohľadu nad finančným trhom je prispievať k stabilite finančného trhu ako celku.

Na základe zákona²¹⁸ vykonáva Národná banka Slovenska dohľad nad nasledujúcimi subjektmi:

- bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi, pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi, sprostredkovateľmi investičných služieb,
- burzami cenných papierov, centrálnymi depozitármi cenných papierov, správcovskými spoločnosťami, pobočkami zahraničných správcovských spoločností, podielovými fondmi, zahraničnými subjektmi kolektívneho investovania,
- poisťovňami, zaistovňami, pobočkami zahraničných poisťovní, pobočkami zahraničných zaistovní, poisťovacími makléřmi, poisťovacími agentmi,
- dôchodkovými správcovskými spoločnosťami, dôchodkovými fondmi, sprostredkovateľmi starobného dôchodkového sporenia, doplnkovými dôchodkovými poisťovňami, doplnkovými dôchodkovými spoločnosťami, doplnkovými dôchodkovými fondmi,
- inštitúciami elektronických peňazí, pobočkami zahraničných inštitúcií elektronických peňazí,
- Fondom ochrany vkladov, Garančným fondom investícií,
- Slovenskou kanceláriou poisťovateľov, konsolidovanými celkami, subkonsolidovanými celkami, finančnými holdingovými inštitúciami, zmiešanými finančnými holdingovými spoločnosťami, finančnými konglomerátmi a v rozsahu, ustanovenom týmto zákonom alebo osobitným zákonom, aj nad inými osobami.

V praxi čoraz väčší počet zákazníkov bánk, investičných podnikov a poisťovní požaduje poskytovanie širokej škály finančných služieb a takýto trend sa s rozvojom finančného trhu dostal aj na Slovensko. Dôvody pre vznik integrovaného dohľadu finančného trhu sú nasledujúce:

- Investori od bánk, investičných spoločností a poisťovní požadujú integrované poskytovanie finančných služieb. Poskytovatelia týchto služieb sa takýmto požiadavkám prispôbujú a vytvárajú prierezové produkty a stratégie. Hranice medzi bankovníctvom, finančnými službami a poisťovníctvom rýchlo miznú. Poisťovne vstúpili do kedysi čisto bankových služieb ponukou integrovaných finančných služieb, napríklad vstupom do správy aktív. Na druhej strane banky vyvinuli produkty, ktoré boli kedysi poskytované výhradne poisťovňami. Zákazník sa na druhej strane zaujíma

²¹⁷ Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom.

²¹⁸ Tamže.

len o produkt a nezáleží mu na tom, či je poskytovaný bankou alebo poisťovňou. Ako výsledok týchto požiadaviek je rastúca tendencia medzi bankami, investičnými podnikmi a poisťovňami vytvárať nadsektorové skupiny, pre ktoré je jednoduchšie efektívne poskytovať takú širokú škálu finančných služieb. Výsledkom je prepájanie bánk a poisťovní a vznik nadnárodných finančných konglomerátov. Smerom do budúcnosti existuje predpoklad ďalšieho rastu tohto trendu.

- Počas rokov 2001–2007 stúpa počet štátov s integrovaným dohľadom a reguláciou nad finančným trhom. Komplexný prehľad nad trhom umožní regulačnému orgánu pôsobiť omnoho efektívnejšie a tak prispievať ku stabilite a vyššej konkurencieschopnosti domáceho finančného trhu. Taktiež pomáha predchádzať nerovnováhe v konkurencii, ku ktorej môže ľahko dôjsť v dôsledku rozdielov v regulácii trhu pri pôsobení viacerých inštitúcií vykonávajúcich dohľad nad finančným trhom.
- Skutočnosť, že regulátor trhu je zodpovedný za všetkých účastníkov, má veľký význam. S ohľadom na zahraničné subjekty to predstavuje výhodu, ktorá by nemala byť podceňovaná. Keď chcú ponúknuť svoj produkt na danom finančnom trhu, nemusia komunikovať s niekoľkými regulátormi naraz.
- Založenie jedného regulátora uľahčuje výmenu informácií s dohľadnými orgánmi, pôsobiacimi v iných krajinách. Hlas jednotného regulačného orgánu má väčšiu váhu na medzinárodných fórach a jeho dôsledkom je na medzinárodnej úrovni ľahšie a efektívnejšie presadzovanie záujmov krajiny, ktorú reprezentuje.
- Integrácia predchádzajúcich regulátorov do jedného celku umožňuje využívať ich know-how a skúsenosti efektívnejšie najmä v súvislosti s trendom splyvania finančných produktov a vznikom finančných konglomerátov. Navyše, už nie je potrebná koordinácia medzi jednotlivými orgánmi dohľadu, ktorá zaberala množstvo času a finančných prostriedkov.
- Nezanedbateľným faktorom je aj výrazné zlacnenie dohľadu nad finančným trhom pri pôsobení len jediného regulačného orgánu.

Stupeň ochrany investora predstavuje jeden z najvýznamnejších indikátorov vyspelosti každého finančného trhu. Ochrana investora sa sústreďuje do troch okruhov:

- povinnosť emitentov a obchodníkov s cennými papiermi zabezpečiť pre investorov pravdivé a úplné informácie, ktoré môžu ovplyvniť cenu investícií a rozhodovanie investorov,
- boj proti zneužívaniu dôverných informácií a ochrana práv drobných investorov,
- povinnosť dostatočnej kapitálovej vybavenosti, resp. členstvo vo forme kompenzačnej schémy²¹⁹ pre subjekty narábajúce s majetkom investorov, aby v prípade nimi zavinených strát existovali dostatočné prostriedky na odškodnenie investorov.

Na základe zákona o cenných papieroch²²⁰ bol zriadený Garančný fond investícií. Smernicou o kompenzačných schémach²²¹ sa v štátoch EÚ (v SR pojem systém náhrady pre investorov) stanovila minimálnu výšku limitu kompenzácie. V súvislosti s výškou odškodnenia bol v slovenskej legislatíve stanovený nižší stupeň ochrany, ako je garantovaná úroveň požadovaná príslušnou smernicou.

²¹⁹ Kompenzačná schéma resp. systém náhrady pre investorov bol vytvorený s cieľom ochrany zákaznickeho majetku zverného obchodníkovi s cennými papiermi (OCP). Preto bol vytvorený na Slovensku tzv. Garančný fond investícií. Výška náhrady za nedostupný zákaznickejší majetok je stanovená vo výške 20 000 EUR. Bližšie k systému náhrad pre investorov je uvedené v kapitole Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky.

²²⁰ V zákone č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch sa v súlade so smernicou č. 97/9/ES o systémoch náhrad pre investorov zriadil Garančný fond investícií.

²²¹ Smernica č. 97/9/ES o kompenzačných schémach.

Banky a bankový systém

Z ekonomického hľadiska sú banky špecifickým podnikateľským subjektom, ktorý sa snaží maximalizovať zisk zo svojej činnosti. Sú právnickými osobami vykonávajúcimi celý rad funkcií. Za najdôležitejšie funkcie bánk v trhovej ekonomike možno označiť:

- finančné sprostredkovanie,
- emisia bezhotovostných peňazí,
- uskutočňovanie bezhotovostného platobného styku.

Tieto tvrdenia vyplývajú predovšetkým z rizík, ktoré sú dôsledkom organizácie bankového systému na základe spojenia investičného a obchodného bankovníctva. Najdôležitejšie sú predovšetkým nasledujúce riziká:

- konflikt záujmov medzi komerčnými a investičnými obchodmi,
- nedostatočná kontrola nákladov univerzálnych bánk,
- možnosť vzniku oligopolnej štruktúry na finančnom trhu.²²²

Základnou činnosťou finančných inštitúcií (bánk, poisťovní, búrz, fondov, dôchodkových spoločností a pod.) je sprostredkovanie finančných transakcií medzi dlžníkmi a veriteľmi. Bankový systém je možné rozčleniť na:

- jedностupňový alebo dvojstupňový – v závislosti od toho, či sú činnosti centrálnej banky inštitucionálne oddelené od činností obchodných bánk,
- univerzálny alebo oddelený – v závislosti od toho, či je inštitucionálne oddelené komerčné a investičné bankovníctvo.

Dodržiavanie týchto pravidiel v praxi znamená, že členské krajiny musia zabezpečiť finančnú a rozpočtovú disciplínu. Členstvo v menovej únii predpokladá nadväznosť cieľov menovej politiky na ciele rozpočtovej politiky.

Financovanie deficitov verejných rozpočtov prostredníctvom Európskej centrálnej banky alebo národných centrálnych bánk je neprípustné, čo v konečnom dôsledku znamená tlak na vyrovnané rozpočtové hospodárenie.

Spoločný projekt jednotnej európskej meny euro, ktorý začiatkom roku 1999 vyústil za účasti jedenástich členských krajín do vzniku Európskej menovej únie, znamená významné perspektívy pre integráciu národných peňažných a kapitálových trhov do spoločného „euro“ finančného trhu.

Jednotný trh finančných služieb v rámci EÚ

Rozvoj medzinárodných integračných vzťahov je jednou z najvýznamnejších črt, ktoré ovplyvňujú a stimulujú medzinárodné podnikanie. Ekonomickú integráciu možno vymedziť ako proces postupného vzájomného prepájania jednotlivých národných ekonomík a ich ekonomických štruktúr. Predstavuje postupnú transformáciu národných ekonomických štruktúr na novú ekonomickú štruktúru vznikajúceho regionálneho hospodárskeho komplexu.²²³

²²² Revenda, Z. – Mandel, M. – Kodera, J. – Musílek, P. – Dvořák, P. – Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. přepracované vydání. Praha, Management Press 2000, s. 167.

²²³ Slovenská republika sa od mája roku 2004 stala právoplatným členom Európskej únie.

Cieľom Európskej únie v oblasti finančného trhu je vybudovanie jednotného trhu pre oblasť finančných služieb. Za týmto účelom vypracovala Európska komisia v roku 1999 Akčný plán pre finančné služby.²²⁴ Slovenská republika sa prispôsobila smerniciam Európskej únie pre oblasť finančných služieb.²²⁵ Jednotný trh sa začal budovať už začiatkom 70. rokov. Vytvárali sa jednotné štandardy, ktorých cieľom je kompatibilita finančných výkazov, podmienok na podnikanie, licenčnej činnosti, prospektov cenných papierov, požiadaviek na kapitálové vybavenie či mechanizmov na ochranu drobných investorov.

Akčný plán pre finančné služby

Z dôvodu pretrvávajúcej fragmentácie európskych kapitálových trhov,²²⁶ zavedenia eura a zaostávania Európy za USA, sa členské štáty EÚ koncom 90. rokov rozhodli daný problém riešiť rozsiahlymi štrukturálnymi zmenami.²²⁷

Akčný plán pre finančné služby je len časťou celkovej stratégie činnosti Európskej komisie pri budovaní jednotného trhu. Podstatou plánu je dosiahnuť ciele stanovené v oblasti finančných služieb, vypracovať zoznam priorít a časový harmonogram na ich realizáciu a vytvoriť mechanizmy na zabezpečenie cieľov.

Čiastkové ciele možno definovať takto:

- vytvorenie jednotného trhu finančných služieb pre podniky,
- vytvorenie otvoreného a bezpečného trhu pre domácnosti (drobných investorov),
- vytvorenie efektívnych kontrolných a regulačných mechanizmov,
- vytvorenie transparentnejších vzťahov na finančných trhoch (daňová harmonizácia, corporate governance).

Akčný plán pre finančné služby podlieha pravidelnému monitoringu, ktorý vykonáva Európska komisia dvakrát ročne. Mapuje postup pri dosahovaní vytýčených cieľov a určuje najaktuálnejšie otázky, ktorými by sa orgány Únie alebo členské štáty mali zaoberať. Slovensko uskutočnilo v legislatívnom procese pozitívne kroky. Implementáciou smerníc sa zmenilo postavenie subjektov a inštitúcií pôsobiacich na kapitálovom trhu:

- Národná banka Slovenska (NBS) vykonáva integrovaný dohľad nad finančným trhom,
- Stredisko cenných papierov sa pretransformovalo na Centrálny depozitár cenných papierov,
- Burza cenných papierov prešla prelicencovaním podľa prísnych požiadaviek EÚ, obchodníci s cennými papiermi poskytujú investičné služby na základe moderného zákona o cenných papieroch a investičných službách,
- na ochranu investorov bol zriadený Garančný fond investícií,
- na trh vstúpili dôchodkové správcovské spoločnosti.

Implementáciou smerníc pre finančné služby do slovenskej právnej úpravy sa dôveryhodnosť krajiny zvyšuje a tým sa Slovensko zapája do medzinárodného ekonomického a finančného systému. Z hľadiska systémovej stability má podstatný význam stabilita finančného trhu, k čomu vo veľkej miere prispieva integrovaný dohľad Národnej banky Slovenska.

²²⁴ FSAP – Financial Services Action Plan.

²²⁵ Šabíková I.: Vplyv európskych integračných procesov na finančný trh v SR. Elektronický zdroj z medzinárodnej vedeckej konferencie mladých vedeckých pracovníkov a doktorandov – Generácia 2007. Bratislava, 16.11.2007.

²²⁶ Podľa správy Európskej komisie prijatej na Cardiffskom summite v júni 1998 sú „trhy v štátoch EÚ veľmi fragmentované (roztrieštené) s nízkou trhovou kapitalizáciou a likviditou“.

²²⁷ Predstavitelia Európskej únie schválili na Európskom summite v Lisabone Akčný plán pre finančné služby. Predstavuje zoznam priorít a časových harmonogramov pre ich prijímanie, predovšetkým vo forme právnych predpisov. Úplná implementácia požiadaviek Akčného plánu bola na Slovensku splnená v roku 2007.

Smerovanie búrz cenných papierov

Jednoduchý prístup na dobre fungujúcu burzu cenných papierov je jedným zo základných predpokladov rozvoja podnikov v trhovej ekonomike. Bude potrebné vytvoriť likvidnú burzu cenných papierov, ku ktorej by mali bezproblémový prístup podnikateľské subjekty zaregistrované v Slovenskej republike. Vzhľadom k malej veľkosti slovenskej ekonomiky by bolo vhodné vytvoriť silnú regionálnu stredoeurópsku burzu, aká existuje napríklad v severských krajinách. Preto je potrebné vytvoriť podmienky pre integráciu Bratislavskej burzy cenných papierov do stredoeurópskej burzy cenných papierov, ktorá by vznikla spojením existujúcich búrz v krajinách susediacich so SR.

Výrazné úsilie Európskej únie v oblasti tvorby jednotného trhu finančných služieb podnecuje rast počtu aliancií a fúzií medzi burzami v Európe. S rastúcou koncentráciou obchodov sa výrazne zosťruje konkurencia medzi burzami čo už dnes napovedá, že na jednotnom európskom trhu nie je miesto pre malú izolovanú burzu. Alternatívou samotného vývoja búrz je aliancia s inou burzou. Aliancia môže mať rôzne podoby od vzájomného zdieľania informačných kanálov a spoločného vystupovania (strategické partnerstvo) cez integráciu obchodovania (jednotná obchodná platforma) až po plnú integráciu všetkých činností. V budúcnosti možno predpokladať nasledujúci vývoj stredoeurópskych búrz:²²⁸

- Napojenie do systému veľkej a dobre fungujúcej burzy (tzv. aliancie) formou outsourcingu.²²⁹ Takto by burza získala za pomerne nízke náklady funkčnú obchodnú platformu a stala sa tak súčasťou veľkého systému. Burza by nemusela venovať čas a zdroje na priebežný vývoj a údržbu systému, ale mohla by sa sústrediť na harmonizáciu a zvýšenie kvality a vývoj produktov. Vytvorenie takéhoto partnerstva so silnou burzou by určite pritiahol pozornosť zahraničných investorov, ktorí by inak nikdy neuvažovali nad obchodovaním v tejto časti Európy. Pre registrované podniky by takýto postup znamenal zlepšenie možností získať kapitál na európskom kapitálovom trhu.
- Fúzia s dobre fungujúcou burzou. Táto možnosť predpokladá, aby burza najskôr nadviazala spojenectvo s významnou európskou burzou. V rámci toho by museli byť zladené všetky dôležité rozhodnutia, došlo by k spojeniu štruktúry, komunikácie a navonok by burzy vystupovali vždy spoločne. V druhej fáze by silnejšia burza vykúpila akcie slabšej alebo by za ne zaplatila vlastnými akciami. Realizácia tohto variantu by priniesla podobné výhody ako outsourcing s tým, že by burza v prípade fúzie prišla o svoju samostatnosť a nezávislosť v rozhodovaniach. Veľké európske burzy alebo aliancie sa snažia navyše integrovať „pod jednu strechu“ clearing a vysporiadanie.
- Iniciácia vzniku regionálnej aliancie. Prehliť spoluprácu s Varšavskou a Budapešťanskou (taktiež Viedenskou a Ľublanskou) burzou, prípadne vypracovať spoločnú obchodnú platformu, čo by so sebou nieslo riziko, ale predovšetkým výhody. Riziko tejto varianty spočíva v malom význame týchto trhov. Ich integrácia by tak mohla viesť k celkovej izolovanosti a nižšej atraktivite pre investorov. Je jasné, že náklady z takéhoto projektu vzájomného spojenia malých búrz by nekoreš-

²²⁸ Šabiková, I.: Vplyv vybraných činiteľov na vývoj kapitálového trhu v SR. Dizertačná práca. FEM, SPU Nitra, 2005, s. 136-137.

²²⁹ Outsourcing je trend, ktorý sa stáva často používaným najmä v IT oblasti, výrobnom priemysle a je ho možné uplatniť aj vo finančnom systéme. Predstavuje špeciálnu formu externého obstarávania výkonov predtým interne vykonávaných, pričom je zmluvne stanovená dĺžka a predmet výkonu. Týmto sa outsourcing líši od ostatných partnerstiev. Outsourcing je vytvorené slovo z anglických slov out (von) a source (zdroj). Je to koncepcia, ktorá sa zakladá na odbere zdrojov z oblasti mimo podniku. Jednotlivé podnikové procesy vykonáva externý poskytovateľ služieb alebo výrobca. Outsourcing je podrobnejšie uvedený v kapitole Investičná stratégia a investičné projekty.

pondovali s malým cezhraničným dopytom členov jednotlivých búrz (išlo by tak o rozsiahlu investíciu). Na druhej strane výhodou môže byť spolupráca pri outsourcingu spoločných technológií alebo pri spoločných vyjednávaniach o strategickom partnerstve alebo integrácií s významnou európskou burzou. Pozitívny efekt spoločného postupu je len veľmi ťažké kvantifikovať. Spoločná technológia a systém pre strednú Európu na jednej strane vytvoril stredoeurópsky kapitálový priestor (vzájomného prepojenia) a na druhej strane všetky relatívne malé burzy napojí na silnú európsku burzu. Fúzia stredoeurópskych búrz by umožnila regionálnym organizátorom trhu úspešne obstáť aj v nepriaznivej ekonomickej situácii²³⁰.

Finančné nástroje

Vstupom Slovenska do Európskej únie sa odkryli pre ekonomické subjekty nové možnosti financovania ich potrieb na báze nenávratných foriem financovania. Významnými zdrojmi financovania sú v tejto súvislosti predovšetkým Štrukturálne fondy a Kohézny fond. V súvislosti s týmito prostriedkami je potrebné poukázať na možnosti využitia týchto zdrojov pri rozvoji finančného systému, resp. jeho dôležitej súčasti – finančného trhu.

Príkladom využitia verejných zdrojov v Slovenskej republike pri podpore rozvoja finančného trhu je uplatňovanie inovatívnych foriem financovania. Osobitný význam pri rozvíjaní spomínanej úlohy majú v podmienkach SR finančné zdroje Európskej únie. Slovenská republika využívala finančné prostriedky Štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu počas troch rokov v skrátenom programovom období 2004 – 2006. V uvedenom období bolo potrebné vytvoriť systém finančného riadenia týchto prostriedkov, založený na zodpovednom a prehľadnom plánovaní, rozpočtovaní, alokácii, účtovaní, výkazníctve a finančnej kontrole zabezpečujúci ich hospodárne, efektívne a účinné využívanie.

Charakteristickým znakom uvedeného obdobia bolo, že pri financovaní projektov podporovaných zo Štrukturálnych fondov v skrátenom programovom období 2004 – 2006, sa využívala len priama forma podpory, čo zjednodušovalo finančnú kontrolu hospodárenia s prostriedkami rozvojových fondov Európskej únie. Na druhej strane však zostávali nevyužití rozvojové možnosti na úrovni regiónov. Napriek výraznému pokroku v poslednom období SR výrazne zaostáva za krajinami EÚ 15 nielen v ekonomickej výkonnosti, ale predovšetkým v kvalite dosiahnutého hospodárskeho rastu. Identifikované rozdiely sú navyše ešte výraznejšie medzi EÚ a jednotlivými regiónmi SR. Na druhej strane sú rozdiely medzi jednotlivými krajinami, pri rešpektovaní špecifického postavenia Bratislavského kraja, minimálne. Spoločným menovateľom väčšiny regionálnych rozdielov sú problémy v oblasti ekonomickej výkonnosti a trvalej udržateľnosti hospodárskeho rastu daného predovšetkým nízkou konkurencieschopnosťou priemyslu a služieb. V novom programovom období 2007 – 2013 tak stojí SR pred úlohou zvýšiť kvalitu finančného riadenia prostriedkov finančnej pomoci EÚ. Táto úloha vyplýva predovšetkým zo silnejšieho dôrazu Európskej komisie na výkonnosť, dopad, kvalitu a lepšie definovanie výsledkov, ktoré majú dosiahnuť členské štáty pri využívaní finančných prostriedkov rozvojových fondov EÚ.

V tejto súvislosti má z pohľadu EK osobitný význam, aby pri využívaní finančnej pomoci v jednotlivých členských krajinách dominovali najmä tieto princípy:

²³⁰ Medzi stredoeurópskymi burzami (Varšava, Budapešť, Praha, Bratislava a L'ubl'ana) existuje úzka spolupráca hlavne v koordinácii pravidiel kótovania, obchodovania, zúčtovania a vysporiadania burzových obchodov a v samotnej oblasti regulácie kapitálového trhu. Výsledkom ich vzájomnej spolupráce je zavedenie spoločného stredoeurópskeho indexu CESI (Central European Stock Index).

- zvýšenie transparentnosti,
- zväčšenie úžitku pre viac osôb,
- väčšia pridaná hodnota za vynaložené peniaze podporou konkurencie²³¹.

Výsledkom tohto procesu bolo stanovenie prioritných cieľov Európskej únie pri alokácii prostriedkov Štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu:

- Konvergencia, financovaná z prostriedkov Európskeho regionálneho rozvojového fondu (ERDF), Európskeho sociálneho fondu (ESF) a Kohézneho fondu.
- Regionálna konkurencieschopnosť a zamestnanosť financovaná z prostriedkov ESF ako nástroja Európskej stratégie zamestnanosti (EES)²³² a ERDF ako nástroja na vyrovnanie regionálnych rozdielov s dôrazom na regionálne programy orientované na prioritné témy:
 - inovácia a hospodárstvo na báze poznatkov,
 - životné prostredie a prevencia rizika,
 - dostupnosť a všeobecne hospodársky prospešné služby.
- Európska územná spolupráca vychádzajúci zo základov súčasnej Iniciatívy ES.
- Interreg financovaný z prostriedkov EBRD, ktorý bude financovať projekty cezhraničného, medzinárodného a medziregionálneho významu.

Uvedený systém tak vedie k zjednodušeniu používaných finančných nástrojov z doterajších šiestich na tri (EBRD, Kohézny fond, ESF), čo má vplyv aj na finančné riadenie prostriedkov finančnej pomoci. Základným strategickým nástrojom pre obdobie rokov 2007 – 2013 je tzv. Národný strategický referenčný rámec v porovnaní s terajším Rámcom podpory Spoločenstva. V súvislosti so systémami riadenia sa požaduje od členských štátov, aby v novom programovom období podložili dodržiavanie princípov zdravého finančného riadenia posudkom založeným na troch nasledujúcich faktoroch:

- posudok vypracovaný nezávislým audítorským orgánom na začiatku programového obdobia,
- každý rok predložená výročná správa na základe vyjadrenia audítorského orgánu z kontroly,
- záruka na záverečný výkaz na konci obdobia.

Základom dôrazu na výkon a kvalitu v novom programovom období je hodnotenie Národného strategického referenčného rámca a operačných programov, ktoré sa uskutočňujú na národnej úrovni prostredníctvom monitorovacích výborov a aj na úrovni EK, ktorá bude vykonávať ex post hodnotenia. Pre jednotlivé operačné programy je stanovené, že každý operačný program musí mať z dôvodu zdravého finančného riadenia nasledujúce orgány:

- riadiaci orgán,
- certifikačný orgán,
- audítorský úrad,
- orgán zodpovedný za vykonávanie platieb.

Na základe analýzy súčasného stavu je pre Slovensko aktuálna požiadavka zriadenia nezávislého audítorského úradu, ktorý by bol zodpovedný za overenie správnej práce riadiaceho a kontrolného systému. V súvislosti s takouto štruktúrou finančného riadenia je nevyhnutné uskutočniť aj zásadné zmeny v systéme účtovania vo verejných financiách – prechod od hoto-
vostného na akruálny princíp z dôvodu verného a správneho zobrazenia finančných operácií.

²³¹ Nariadenia Rady, ktorými sa zakladajú všeobecné ustanovenia o Európskom fonde regionálneho rozvoja, Európskom sociálnom fonde a Kohéznom fonde, Brusel 2004.

²³² European Employment Strategy.

SR bude mať v rokoch 2007 až 2013 v porovnaní s predchádzajúcim programovým obdobím k dispozícii 10 235 mil. eur v stálych cenách roku 2004, čo je približne 5,8-krát viac ako v predchádzajúcom trojročnom období.²³³ Nevyužitie potenciály rastu regiónov v SR dávajú príležitosti na využitie tejto hodnoty finančnej intervencie na posilnenie ekonomickej sily jednotlivých regiónov súdržnosti (NUTS II).²³⁴

Charakteristickou črtou nového programového obdobia je dôraz na vzájomnú prepojenosť jednotlivých operačných programov, čo si v porovnaní s predchádzajúcim obdobím bude vyžadovať zvýšenú kvalitu finančného riadenia v oblasti hospodárenia so zdrojmi finančnej pomoci EÚ.

Formy podpory

Na slovenskom finančnom trhu existujú veľké medzery medzi ponukou a dopytom po produktoch inovatívnych finančných nástrojov, pričom dopyt po nich prevyšuje ponuku. Hlavnou príčinou nedostatku takýchto produktov je najmä relatívne vysoká úroveň úverového rizika a nedostatočná kapitálová vybavenosť malých a stredných podnikov.²³⁵ Tieto formy pomoci obsahujú:

- Štátnu pomoc pre rizikový kapitál zahŕňajúcu:
 - zakladanie investičných fondov (fondov investujúcich do rizikového kapitálu),
 - záruky pre investorov rizikového kapitálu alebo fondy investujúce do rizikového kapitálu na časť investičných strát alebo záruky poskytnuté v súvislosti s pôžičkami investorom/fondom na investovanie do rizikového kapitálu,
 - iné finančné nástroje v prospech investorov rizikového kapitálu alebo fondov investujúcich do rizikového kapitálu na poskytnutie ďalšieho kapitálu na investovanie.

Hodnota celkového krytia z verejných zdrojov sa stanovuje na max. 50 % nominálnej výšky zaručenej investície. Podľa návrhu usmernenia Spoločenstva o štátnej pomoci a rizikovom kapitáli pre malé a stredné podniky sa maximálna výška investičnej tranže stanovuje na 1,5 mil. eur na cieľový podnik za každé obdobie 12 mesiacov.

Účast' súkromných investorov sa stanovuje minimálne na 50 %. Pri opatreniach cielených na malé a stredné podniky v podporovaných oblastiach sa výška podielu súkromných investorov stanovuje na min. 30 %.

- Verejno-súkromné partnerstvá:

Budú sa vytvárať na podporu efektívnejšej alokácie finančných prostriedkov a zvýšenia pákového efektu. Pre finančnú pomoc na podporu budovania verejnej infraštruktúry – projektov verejno-súkromného partnerstva sa navrhujú nasledujúce schémy:

- záručná schéma pre projekty verejno-súkromného partnerstva na pokrytie rizika dopytu v nábehovom štádiu projektu. Aj pri dobrej príprave projektu verejno-súkromného partnerstva je pomerne častým problémom nadhodnotenie dopytu po danej infraštruktúre v prvých rokoch fungovania projektu (napr. využitie mosta, diaľnice alebo inej komunikácie, počet pacientov využívajúcich zdravotnícke zariadenie a pod.). Príjemcom podpory

²³³ Čiernik, A. – Šabíková, I.: Zdroje finančnej pomoci EÚ ako významný nástroj podpory rozvoja regiónov na Slovensku. In: Ekonomické rozhľady č. 4/2007. Ekonomická univerzita v Bratislave, s. 532.

²³⁴ Nomenclature des Unités Territoriales Statistiques – Nomenklatura územných štatistických jednotiek. Je zavedená Štatistickým úradom Európskej komisie (Eurostat) v spolupráci s národnými inštitútmi pre štatistiku, v prípade Slovenska Štatistickým úradom Slovenskej republiky (ŠÚ SR).

²³⁵ Medzinárodné skúsenosti ukazujú, že finančné trhy vykazujú najmä vo vzťahu k malým a stredným podnikom (MSP) rôzne nedostatky, napr. dostupnosť finančných prostriedkov pre MSP vrátane dlhodobého etablovaných podnikov zvažujúcich expanziu.

v navrhovanej schéme je partner projektu z verejného sektora,

- schéma pre projekty financovania technickej pomoci pre prípravu projektov verejno-súkromného partnerstva. Pre projekty verejno-súkromného partnerstva je charakteristická ich značná zložitosť – ide o spoločné projekty partnerov z verejného a súkromného sektora trvajúce niekoľko desaťročí (zvyčajne 20 až 30 rokov). Kvalitná a profesionálna príprava projektov je preto veľmi dôležitá, najmä pokiaľ ide o ich finančnú a právnu stránku. Zle pripravený projekt predstavuje neprimeranú záťaž pre všetky zúčastnené strany a predstavuje riziko pre rozpočet verejnej správy. Cieľom navrhovanej schémy je minimalizovať riziko zlyhania projektov v dôsledku nedostatku zdrojov na financovanie prípravy projektov.

Právna stránka, pravidlá a postupy pre využívanie nástrojov verejno-súkromného partnerstva sú určené zákonom o rozpočtových pravidlách územnej samosprávy, zákonom o rozpočtových pravidlách verejnej správy. V týchto zákonoch sú stanovené základné limity pre subjekty verejnej správy a územnej samosprávy pri využívaní tohto nástroja. Zákon o verejnom obstarávaní stanovuje legislatívne podmienky a pravidlá pre uzatváranie koncesných zmlúv.

■ Inovatívne finančné nástroje:

- návratné finančné výpomoci – úvery s nulovou alebo zníženou úrokovou sadzbou²³⁶,
- úrokové dotácie – bonifikácia k úrokovým sadzbám,
- záruky za bankové úvery a za rizikový kapitál,
- fondy rizikového kapitálu,
- fondy rozvoja miest, t. j. fondy investujúce do verejno-súkromných partnerstiev a iných projektov zahrnutých v integrovanom pláne pre trvalo udržateľný rozvoj miest.

Pre stanovenie participácie na vytvorení takýchto fondov a investovaní do takýchto fondov sa stanovujú nasledujúce pravidlá:

- podiel celkových oprávnených verejných výdavkov sa stanovuje vo výške 70 % z celkových oprávnených výdavkov v prípade, ak bude fond určený výlučne na podporu mikropodnikov a malých a stredných podnikov. V ostatných prípadoch sa podiel celkových oprávnených verejných výdavkov stanovuje vo výške 50 % z celkových oprávnených výdavkov,
- podiel ERDF sa stanovuje vo výške 85 % z celkových oprávnených verejných výdavkov,
- podiel národných verejných zdrojov sa stanovuje vo výške 15 % z celkových oprávnených verejných výdavkov,
- prostriedky ERDF a národných verejných zdrojov nesmú byť použité vo forme vkladu do základného imania fondov. Prípustná je len forma transferu finančných prostriedkov na základe zmluvy. Podmienky, ktoré musí príjemca dodržať, budú ustanovené v zmluve,
- príspevok z ERDF a z národných verejných zdrojov podlieha režimu stanovenému pre štátnu pomoc a riadi sa pravidlami štátnej pomoci v súlade s čl. 87 ods. 1 Zmluvy o ES a usmernením EK o štátnej pomoci v oblasti rizikového kapitálu,
- pre implementáciu inovatívnych finančných nástrojov, v súlade s čl. 44 Všeobecného nariadenia ES, vytvorí MF SR v spolupráci s Európskym investičným fondom „Holding Fund“.

Z uvedeného prehľadu foriem štátnej pomoci je zrejmé, že v budúcom období sa bude využívať širšia paleta nástrojov foriem poskytovania pomoci zo štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu v SR.

²³⁶ Mäkké pôžičky (Soft Loans) resp. zvýhodnené úvery sú pôžičky, ktoré nie sú úročené alebo je ich úroková sadzba nižšia než náklad požičaného kapitálu. Sú poskytované vypožičiatelom bez obvyklých podmienok ručenia vyžadovaných clearingovými (zúčtovacími) bankami a ďalšími komerčnými veriteľmi. Vypožičiatelom sú spravidla ponúkané niektoré formy zliav, buď za požiadaviek určitých záruk alebo platbou úrokov.

Z pohľadu finančnej kontroly si bude uplatnenie navrhovaných nástrojov vyžadovať najskôr uskutočnenie určitých legislatívnych úprav, predovšetkým v súvislosti s využívaním inovátnych foriem finančných nástrojov. Veľmi dôležité v súčasnej etape je, aby v etape plánovania nebola podcenená väzba medzi stanovením cieľov v jednotlivých operačných programoch a konkrétnymi alokáciami zo Štrukturálnych a Kohézneho fondu na podporu inovátnych finančných nástrojov. V súčasnej situácii sa tak mimoriadne zvyšuje dôležitosť auditu uvedených prostriedkov. V súvislosti s implementáciou nových pokrokových technológií, využívaním nových finančných nástrojov a zblížovaním medziregionálnych rozdielov je možné očakávať oveľa väčší podiel úloh súvisiacich s finančným riadením aj v územnej samospráve. Vzhľadom na súčasný stav je možné konštatovať, že v minulom programovom období nebola jasne vysvetlená väzba medzi širšími spoločenskými cieľmi a cieľmi, ktoré by mali byť financované prostredníctvom jednotlivých projektov podporovaných zo Štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu. Aj v súčasnosti existuje stav, že ešte niektoré subjekty územnej samosprávy nemajú vypracované programy hospodárskeho a sociálneho rozvoja. Stratou pre regióny je v súčasnosti fakt, že nemali operačný program regionálneho typu. V tejto súvislosti je možné konštatovať vyššiu pripravenosť a zodpovednosť ČR využiť prostriedky finančnej pomoci EÚ, kde takýto program už existuje. Pre zlepšenie finančného riadenia na všetkých úrovniach hospodárenia so zdrojmi Štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu by bolo vhodné, aby mal v budúcom programovom období rozhodujúci podiel na programovaní štrukturálnych zdrojov práve operačný program typu Spoločný operačný program. Na základe analýz výročných správ o implementácii jednotlivých operačných programov za rok 2005 ako aj výročných správ Jednotných programových dokumentov Bratislava – Cieľ II a Cieľ III je možné konštatovať, že existuje značná nevyrovnanosť medzi úrovňou cieľov programových dokumentov a cieľmi jednotlivých projektov, čo by naznačovalo, že na úrovni žiadateľov nie je známa podstata metódy logického rámca.²³⁷ Táto plánovacia metóda má svoje prednosti, preto je potrebné, aby v novom programovom období bola venovaná väčšia pozornosť zdôrazneniu jej významu pri plánovaní.

Harmonogram inovátnych finančných nástrojov

Z časového hľadiska sú relatívne najjednoduchšími schémy, ktoré v určitej podobe existovali aj doposiaľ. Ide o mäkké úvery poskytované Slovenskou záručnou a rozvojovou bankou (SZRB), záruky za bankové úvery a čiastočne mikroúvery v portfóliu SZRB. Do rovnakej skupiny možno zaradiť schémy – ako je grantová schéma na podporu zakladania podnikateľských inkubátorov, mikrogranty pre pred-podnikateľskú etapu prípravy zámeru a nakoniec grantová schéma pred-zárodnočného financovania.

Pre implementáciu fondov rizikového kapitálu je potrebné:

- zriadiť fond fondov²³⁸,
- osloviť súkromných investorov do individuálnych fondov a dohodnúť podmienky ich participácie,
- zriadiť jednotlivé individuálne fondy a zahájiť ich činnosť.

²³⁷ Metóda logického rámca predstavuje komunikačný nástroj, ktorý prehľadne prezentuje logiku projektu v jednej tabuľke. Slúži tiež ako podklad pre sledovanie a hodnotenie implementácie projektu.

²³⁸ Spoločnosť Fond fondov, s.r.o. (od 13.12.1994 do 10.4.2006 obchodný názov Seed Capital Company, s.r.o.) bola založená Národnou agentúrou pre rozvoj malého a stredného podnikania už v roku 1994 za účelom spravovania Fondu štartovacieho kapitálu, ktorý bol financovaný z národného programu PHARE. Finančné prostriedky fondu umožnili vznik a rozvoj mnohých malých a stredných podnikov.

Z časového hľadiska pôjde o náročný proces, preto časový harmonogram predpokladá funkčnosť jednotlivých fondov približne jeden a pol až dva roky. O niečo menej časovo náročné bude zriadenie schémy záruk za vlastné imanie a podriadené úvery, pri ktorých sa predpokladá implementácia v trvaní do jeden a pol roka. Kľúčovou činnosťou bude identifikácia a certifikácia (v spolupráci s Európskym investičným fondom) súkromných fondov rizikového kapitálu, ktoré budú môcť žiadať o záruku. Jeden až jeden a pol roka sa predpokladá aj trvanie implementácie schémy technickej pomoci a záručnej schémy pre projekty verejno-súkromného partnerstva. Ide o novú činnosť a nový typ projektov, s ktorými je zatiaľ na Slovensku málo skúseností.²³⁹

Financovanie podnikov

Podnikateľské subjekty najčastejšie využívajú úverové nástroje na financovanie svojich podnikových potrieb. Finančný leasing²⁴⁰ predstavuje druh úveru, pri ktorom dochádza k prenájomu majetku na vopred dohodnutú dobu. Na základe nájmovej zmluvy nájomca získava dlhodobý majetok z cudzích zdrojov do prenájmu za odplatu.

Nájomca vykazuje finančné leasingy vo svojich súvahách ako majetok a záväzky. Leasingové splátky sú rozdelené medzi finančný náklad a zníženie nesplateného záväzku. Majetok finančného leasingu bude nájomcom odpisovaný počas doby trvania leasingu. Výška odpisov pri finančnom prenájme je určená podľa zákona o dani z príjmov. Nájomca odpíše počas doby trvania prenájmu najatý majetok do výšky 100 % obstarávacej ceny zistenej u prenajímateľa, pričom sa nepoužije spôsob odpisovania podľa zákona o dani z príjmov – rovnomerný a zrýchlený odpis – ale výška odpisu sa určí rovnomerne pomernou časťou pripadajúcou na každý kalendárny mesiac doby prenájmu.

Prenajímateľ vykazuje majetok držaný vo forme finančného leasingu v súvahe ako pohľadávku v sume rovnajúcej sa čistej investícii do leasingu. Pohľadávky z leasingových splátok sa chápu ako zaplatenie istiny a finančný výnos.

Medzi výhody použitia cudzieho kapitálu patrí najmä to, že financovanie cudzími zdrojmi²⁴¹ je lacnejšie a jeho použitie zvyšuje rentabilitu podniku. Ďalším dôvodom pre financovanie cudzími zdrojmi je taktiež obmedzenie objemu vlastného kapitálu, resp. nepravidelná potreba kapitálu.²⁴² Vo všeobecnosti platí, že dlžníci sú pri braní úverov vo výhode. Požičajú si určitú sumu, ktorá časom stráca hodnotu (efekt inflácie). Túto sumu postupne splácajú.²⁴³ Podniky môžu získať kapitál aj úpsaním cenných papierov. Táto forma je typická pre trhy s rozvinutým kapitálovým trhom.

²³⁹ Významnú pomoc pri implementácii oboch schém poskytne Centrum skúseností (Centre of Expertise) Európskej investičnej banky, ktoré prisľúbilo, že bude úzko spolupracovať s MF SR a so SZBR.

²⁴⁰ Finančný spravodajca MF SR č. 20/2003 pod číslom 25 167/2003-92.

²⁴¹ Problematika finančných zdrojov je podrobnejšie uvedená v kapitole Kapitálová štruktúra podniku.

²⁴² Použitím cudzieho kapitálu nevznikajú žiadne vlastnícke práva. Úroky platené z použitia cudzieho kapitálu znižujú daňové zaťaženie podniku, pretože úrok ako nákladová položka znižuje daňový základ. Medzi nevýhody použitia cudzieho kapitálu patrí to, že zvyšovaním použitia cudzieho kapitálu sa stáva dlh drahším a ťažšie dostupným. Taktiež dochádza k zvyšovaniu zadlženosti podniku a tým k zníženiu jeho stability. To obmedzuje rozhodovanie manažmentu pri riadení – veritelia požadujú splnenie podmienok pre zaistenie svojich pohľadávok. Podnik sa môže dostať do finančných problémov, čo so sebou nesie ďalšie náklady.

²⁴³ V teórii financií vo všeobecnosti platí, že cudzie zdroje sú lacnejšie ako vlastné. Vlastné zdroje sú drahšie, lebo akcionári požadujú za riziko, ktoré podstupujú, väčšiu odmenu vo výške dividend. Tieto zdroje zväčša ani nestačia na financovanie rastu podniku, prípadne financovanie rozsiahlych projektov s dlhšou návratnosťou. Ak by aj stačili, znovu by bolo potrebné získať si úver na krytie bežných prevádzkových nákladov (PHM, mzdy, údržba), pretože by chýbali finančné prostriedky na ich úhradu. Súvislosti medzi rentabilitou a zadlženosťou vyjadruje vzťah: $RVK = RCK + (RCK - \dot{U}M) \times PK : VK$. Pokiaľ výraz v zátvorke dosahuje kladnú hodnotu ($RCK > \dot{U}M$), rast zadlženosti (znižovanie stupňa finančnej samostatnosti) má pozitívny vplyv na rast rentability vlastného kapitálu (RVK). RCK – rentabilita celkového kapitálu. $\dot{U}M$ – úroková miera. $PK : VK$ – pomer požičaného kapitálu k vlastnému kapitálu.

Úprava verejných ponúk cenných papierov a prospektov v Slovenskej republike je obšiahnutá v zákone o cenných papieroch a investičných službách a v zákone o burze cenných papierov.²⁴⁴

Emitent je definovaný ako právnická osoba alebo fyzická osoba, ktorá vydala, vydáva alebo sa rozhodla vydať cenný papier podľa tohto zákona alebo podľa osobitných zákonov. Emitenti pred samotnou emisiu musia najskôr zverejniť tzv. prospekt emitenta, ktorý poskytuje pre potenciálnych investorov základné informácie pre investičné rozhodovanie. Emitovaný cenný papier musí mať zákonom stanovené náležitosti. Každý emisii cenných papierov je pridelený číselný kód cenného papiera – ISIN. Po oficiálnej registrácii emisie sa určí definitívny predajný kurz cenného papiera a emitované cenné papiere sa stávajú predmetom obchodovania na kapitálovom trhu.²⁴⁵ Fondy zamerané na domáci trh nakupujú za prostriedky investorov len zriedkavo iné cenné papiere, ako sú štátne dlhopisy. Tlačou cenných papierov sa zaoberajú tlačiarne cenín a cenných papierov.²⁴⁶

Založenie podniku na základe výzvy na upisovanie akcií

Táto forma²⁴⁷ zakladania podnikov je upravená v zmysle Obchodného zákonníka.²⁴⁸ Zakladatelia zabezpečujú vytvorenie základného imania prevyšujúceho ich vklady výzvou na upisovanie akcií. K upísaniu akcie dochádza zápisom do listiny upisovateľov. Zápis zahŕňa počet, prípadne druh upisovaných akcií, hodnotu vkladu s uvedením, či ide o peňažný alebo nepeňažný vklad, lehoty pre splácanie upísaných akcií, názov a sídlo právnickej osoby alebo meno a bydlisko fyzickej osoby, ktorá je upisovateľom a jej podpis. Ak ide o nepeňažný vklad, zapíše sa aj jeho predmet a ocenenie doložené odborným odhadom. Ak ide o peňažné vklady, upisovateľ je povinný splatiť aspoň 10 % menovitej hodnoty upísaných akcií v čase a na účet v banke, ktoré sú určené zakladateľovi vo výzve na upisovanie. Ak upisovateľ túto povinnosť nesplní, je upísanie neúčinné.

Valné zhromaždenie podniku môže rozhodnúť o upísaní akcií nad navrhnutú výšku základného imania a rozhodne o jeho novej výške. V tomto prípade je účinné upísanie akcií upisovateľmi, ktorí najskôr upísali akcie do novourčenej výšky základného imania. Upisovateľ akcií nad pôvodne navrhnutú výšku základného imania nadobúda hlasovacie právo, ak ustanovuje valné zhromaždenie zvýši základné imanie zahŕňajúce ním upísané akcie a upisovateľ splatí aspoň 30 % ich menovitej hodnoty.

²⁴⁴ Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a zákon č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov.

²⁴⁵ V Slovenskej republike pôsobia dve tlačiarne cenných papierov – KASICO a.s., Bratislava a PROMPT, tlačiareň cenín, a.s., Bratislava. Od MF SR získala licenciu na tlač cenných papierov v roku 1993.

²⁴⁶ Danú skutočnosť potvrdili aj skúsenosti s historicky prvou emisiou akcií spoločnosti Novitech, a.s. Košice, ktorá sa uskutočnila v polovici roku 2003. Išlo o prvú domácu technologickú emisiu, ktorá sa neujala a stretla sa s nezáujmom. Ani po niekoľkých mesiacoch nemala tento podnik jediného nového akcionára. Prostredníctvom Burzy cenných papierov v Bratislave bolo na predaj 30 % akcií spoločnosti Novitech. k dispozícii tak boli tri milióny kusov účastín, každá s menovitou hodnotou 1 SKK. Aranžér emisie Prvá paroplavebná, o.c.p., a.s. Bratislava ich potenciálnym záujemcom ponúkal po 43 korún. Táto cena sa mnohým investorom zdala privysoká, bol však reálny predpoklad, že v období nasledujúcich troch rokov zdvojnásobia akcie svoju hodnotu. Podnik v roku 2003 uzavrel kontrakty v hodnote približne 80 miliónov korún a jej plánované tržby na rok 2003 boli vo výške 205 miliónov korún. Vysoká časť tržieb spoločnosti sa generuje vďaka projektom informačných systémov v štátnej správe. Novitech je typickým príkladom technologickej spoločnosti s jasným podnikateľským plánom.

²⁴⁷ Táto forma založenia akciovej spoločnosti je podrobnejšie uvedená v kapitole Predpoklady uplatnenia dividendovej politiky.

²⁴⁸ Podľa §164 Obchodného zákonníka č. 513/1991 Zb.

Založenie podniku bez výzvy na upísanie akcií

Rovnako, ako predchádzajúca forma, aj tento spôsob založenia podniku je upravovaný zákonom.²⁴⁹ Ak sa zakladatelia v zakladateľskej zmluve dohodnú, že v určitom pomere splatia celé základné imanie podniku, nevyžaduje sa výzva na upísovanie akcií a konanie ustanovujúceho valného zhromaždenia. Po zápise spoločnosti do obchodného registra vystaví podnik upisovateľovi dočasný list. Dočasný list²⁵⁰ obsahuje menovitú hodnotu upísaných akcií, prípadne určenie ich druhu a splatenú časť ich menovitej hodnoty. Dočasný list vymení spoločnosť akcionárovi za akcie po splatení menovitej hodnoty akcií, ktoré dočasný list nahrádza.

Zvyšovanie základného imania upísaním nových akcií s emisným ážiom v akciovej spoločnosti a prídedom zo zisku

V praxi podniky pristupujú k zvyšovaniu základného imania (ZI) prídedom zo zisku alebo upísaním nových akcií. V anglosaských krajinách a v krajinách kde je rozvinutý kapitálový trh sa často uplatňuje zvyšovanie ZI upísaním nových akcií. Podniky navyšujú imanie dvoma spôsobmi:

- upísaním nových akcií. Emisné ážio je vlastný zdroj krytia majetku. Je to kapitálový fond, ktorý predstavuje prebytok trhovej ceny akcií. Ak je trhová cena vyššia ako menovitá cena akcie, vzniká akciovej spoločnosti prebytok, ktorý je označovaný ako emisné ážio²⁵¹,
- prídedom zo zisku.

Oba spôsoby majú svoje prednosti a závisí iba na rozhodnutí vrcholného manažmentu s ohľadom na záujmové skupiny, pre ktorý spôsob sa rozhodne.

²⁴⁹ §172 Obchodného zákonníka č. 513/1991 Zb.

²⁵⁰ Dočasný list je cenným papierom na meno, s ktorým sú spojené práva, vyplývajúce z akcií, ktoré dočasný list nahrádza. Ak upisovateľ prevedie dočasný list na inú osobu pred splatením menovitej hodnoty akcií, ručí za splatenie zvyšku upísanej hodnoty akcií.

²⁵¹ Emisné ážio sa netvorí zo zisku podniku.

Exkurz 3

Účtovný príklad zvýšenia základného imania podniku

Odpredaj časti akcií a zvyšovanie základného imania sa môže realizovať len podľa legislatívnych zásad. Ak by napr. bol majoritným akcionárom štát musia byť plne zohľadnené stanovené zásady. To platí aj pre stanovy ostatných akciových spoločností. Zvýšenie základného imania môže byť vykonané upísaním nových akcií, zvýšením základného imania z majetku akciovej spoločnosti, kombinovane alebo iným spôsobom, ktorý upravuje zákon. Zníženie základného imania sa vykoná znížením menovitej hodnoty akcií alebo tým, že sa vezme z obehu určitý počet akcií. O zvýšení alebo znížení základného imania akciovej spoločnosti rozhoduje valné zhromaždenie dvojtretinovou väčšinou hlasov prítomných akcionárov a musí sa o tom vyhotoviť notárska zápisnica. Ak bolo vydaných viac druhov akcií, vyžaduje sa táto väčšina hlasov u prítomných akcionárov každého druhu akcií. Ak akciová spoločnosť zvyšuje základné imanie peňažnými vkladmi, doterajší akcionári majú právo na prednostné upisovanie akcií na zvyšovanie základného imania, a to v pomere menovitej hodnoty ich akcií k výške doterajšieho základného imania.

Základné imanie podniku je možné zvýšiť upísaním akcií alebo prídelom zo zisku.

V prvom prípade sa akciová spoločnosť rozhodla na riadnom valnom zhromaždení zvýšiť základné imanie upísaním nových akcií takto:

- menovitá hodnota akcie (MC): 1 000 SKK,
- predajná (emisná) cena akcie (PC): 1 300 SKK,
- rozdiel medzi predajnou cenou a menovitou cenou: 300 SKK,
- počet emitovaných akcií: 2 000 kusov,
- hodnota emisného ážia: 600 000 SKK.

V akciovej spoločnosti dôjde k zvýšeniu vlastného imania vo forme vzniku emisného ážia spôsobom, ktorý je zachytený pomocou nasledujúcich účtovných prípadov (obr. 50):

P. č.	Spôsob zvýšenia vlastného imania	SKK	MD	D
1.	Upísanie nových akcií:			
	a) pohľadávka voči budúcim akcionárom v PC	2 600 000	353	–
	b) zvýšenie základného imania v menovitej cene akcií	2 000 000	–	419
	c) vznik emisného ážia t. j. zvýšenie vlastného imania	600 000	–	412
2.	Akciónári uhradili svoje upísané pohľadávky v PC	2 600 000	221	353
3.	Zápis do obchodného registra – zvýšenie základného imania v MC	2 000 000	419	411

Obr. 50. Zvýšenie vlastného imania upísaním nových akcií

V druhom prípade akciová spoločnosť rozhodla na valnom zhromaždení, že zvýši základné imanie z majetku spoločnosti o 1 900 tis. SKK (obr. 51):

- z vytvoreného disponibilného zisku 30 %,
- z ostatných kapitálových fondov 130 000 SKK,
- z ostatných fondov 46 500 SKK.

P. č.	Spôsob zvýšenia základného imania	SKK	MD	D
1.	K 1.1. 2004 začiatkový zostatok (ZZ) na účte 431	5 745 000	701	431
2.	Zvýšenie základného imania (ZI) zo zisku 30 %	1 723 000	431	419
3.	Zvýšenie ZI z ostatných kapitálových fondov	130 000	413	419
4.	Zvýšenie ZI z ostatných fondov	46 500	427	419
5.	Zápis do obchodného registra – zvýšené ZI	1 900 000	419	411

Obr. 51. Zvýšenie základného imania z rozličných zdrojov

Za rok 2005 dosiahla akciová spoločnosť použiteľný disponibilný zisk 5 745 tis. SKK.

V prípade, ak podnik zvyšuje ZI zo zisku resp. z iných fondov z účtovného hľadiska v podniku dochádza k zmene len v štruktúre zdrojov krytia podniku.

Premeny podnikateľského prostredia a predpoklady ďalšieho rozvoja

Predpokladom dlhodobej konkurencieschopnosti a rastu každej trhovej ekonomiky je priaznivé podnikateľské prostredie.²⁵² Hlavnou slabinou naďalej ostáva vymožitelnosť práva, zbytočná regulačná záťaž voči podnikateľom a slabo rozvinutý kapitálový trh.²⁵³

Positívny dopad zmien podnikateľského prostredia v SR hodnotia aj svetové inštitúcie.²⁵⁴

Medzi progresívne kroky jednoznačne patrí:

- daňová reforma, ktorá priniesla zosúladenie sadzby dane z príjmu fyzických a právnických osôb i začiatok zdaňovania rovnakých činností jednotnou sadzbou dane bez ohľadu na právnu formu podnikania, ako aj významné zníženie sadzby dane z príjmu (u fyzických osôb z úrovne 38 % na 19 %),
- uľahčenie registrácie podnikateľov v zmysle prístupu do obchodného registra, t. j. skrátenie doby zápisu do obchodného registra a zavedenie exaktnej lehoty zápisu (5 pracovných dní),
- zavedenie flexibilnej pracovno-právnej legislatívy,
- vysoká ochrana investorov,
- dostupnosť úverových zdrojov.

Naďalej však existujú i viac či menej problematické miesta, napríklad:

- v medzinárodnom porovnaní relatívne vysoký počet procedúr potrebných pre začatie podnikania a s tým spojený problém individuálnych (separátnych) štátnych registrov uchovávajúcich údaje o podnikateľoch,
- relatívne veľký minimálny objem kapitálu potrebný pre začatie podnikania,
- slabo rozvinutý kapitálový trh,
- dlhodobo prezentované vysoké odvodové zaťaženie,
- dlhoročný problém komplikovanej a rýchlo sa meniacej legislatívy,
- absencia hodnotenia dopadov regulácií na podnikateľské prostredie,
- nefunkčnosť súdov, slabá vymožitelnosť práva, rozšírená korupcia posúvajúce Slovensko smerom k neslobodným krajinám.

Z makroekonomického hľadiska je neexistencia kapitálového trhu rizikom, pretože financovanie podnikov len dlhovým kapitálom má negatívny dopad na rentabilitu podnikov. Kapitálový trh bude fungovať vtedy, ak bude mať výrazne lacnejšiu infraštruktúru, ktorá by mala kompenzovať straty z toho, že Slovensko je malý trh. Bude to vtedy, keď sa dosiahne kritická masa, teda dostatok likvidných cenných papierov.²⁵⁵ Burza bude musieť výrazne propagovať svoju existenciu. Treba odstrániť bariéry pre vstup do podnikania na kapitálovom trhu, ktorými

²⁵² Je to prostredie, v ktorom štát podporuje a chráni hospodársku súťaž, vytvára pre ňu jasné a stabilné pravidlá, efektívne zabezpečuje ich dodržiavanie všetkými účastníkmi trhu a zároveň minimalizuje administratívne prekážky a požiadavky smerom k podnikateľom. Významným krokom je zapojenie sa Slovenskej republiky do aktivít Európskej komisie v oblasti znižovania administratívnych bariér podnikania a tým zosúladenie priorít vlády SR s Lisabonskou stratégiou.

²⁵³ Publikácia Republikovej únie zamestnávateľov a Podnikateľskej aliancie Slovenska: Komplexný audit prekážok podnikania na Slovensku. Máj 2006, s. 125-129.

²⁵⁴ Hodnotenie Svetovej Banky v jej publikácii Doing Business in 2005, podľa ktorej je SR jednou z dvadsiatich krajín s najlepším podnikateľským prostredím na svete.

²⁵⁵ Pre hodnotenie slovenského trhu je možné použiť ukazovateľ trhovej kapitalizácie kótovaných akcií, ktorých je od počiatku existencie burzy extrémne málo. Úroveň trhovej kapitalizácie kótovaných akcií na úrovni 3,53 % HDP bola najmenšia spomedzi krajín OECD, ale aj hlboko pod priemerom tejto skupiny krajín, ako aj priemerom členských štátov EÚ (na úrovni dvoch tretín HDP). V krajinách stredo európskeho regiónu bola trhová kapitalizácia kótovaných akcií niekoľkonásobne väčšia ako na Slovensku (Poľsko a Maďarsko asi 18 – 20 % HDP, Česko a Rakúsko okolo 22 % HDP).

sú byrokracia, neznalosť problematiky, výška poplatkov burzy, centrálneho depozitára a vysoké kapitálové požiadavky. Pre oživenie trhu bude nevyhnutný rozbeh podnikov a hľadanie rozvojového kapitálu. Bude potrebné odstrániť zbytočné bariéry pre rozvoj trhu rizikového kapitálu²⁵⁶.

Rizikový kapitál predstavuje spôsob financovania začiatkových štádií, rozvojového štádia, expanzie, reštrukturalizácie alebo akvizície spoločnosti. Je určený pre podniky, ktoré nie sú kótované na verejných trhoch. Označuje sa ako súkromný akciový kapitál. Vo vyspelých krajinách je rizikový (venture) kapitál najrozšírenejšou formou financovania inovácií. Typickým znakom rizikového kapitálu je dlhodobý charakter investičného procesu (v priemere 3-7 rokov). Počas obdobia investovania sa podnikateľ, resp. venture kapitalista vzdáva nárokov na dividendy a výnosy z investície sa realizujú vo forme kapitálového zisku pri ukončení investície. Ukončenie investície (exit) môže mať viacero podôb. Najčastejšími sú predaj spoločnosti inému investorovi alebo jej kótovanie na verejnom trhu.²⁵⁷

Zdrojom fondov pre rizikový kapitál sú buď inštitucionálni investori (tzv. formálny rizikový kapitál) alebo súkromné osoby a podniky (tzv. neformálny rizikový kapitál). V EÚ je pravidlom, že neformálny rizikový kapitál sa vyskytuje najmä v začiatkových fázach investičného a inovačného cyklu, kým formálny kapitál nastupuje až v štádiu expanzie alebo v záverečnej fáze cyklu. V USA sú hlavnými investormi spoločnosti s ručením obmedzeným, zriaďované penzijnými fondmi. Tie poskytujú až 75 % celkových investícií pre rizikový kapitál.

Z celosvetového hľadiska sú kľúčovými investormi do fondov rizikového kapitálu banky, dôchodkové fondy a poisťovne. Ich investície tvoria viac ako polovicu všetkých investícií do fondov rizikového kapitálu. Napriek svojej konzervatívnosti, danej povahou činnosti, sú dôchodkové fondy a poisťovne celosvetovo hlavným zdrojom financií rizikového kapitálu. Táto skutočnosť je daná predovšetkým značným objemom finančných prostriedkov, akumulovaných v dôchodkových fondoch a potrebou jej správcov umiestniť časť z tohto objemu do aktív s vyššími výnosmi.

V súčasnosti môžu dôchodkové správcovské spoločnosti (resp. doplnkové dôchodkové spoločnosti) nadobúdať do majetku v dôchodkových fondoch (resp. doplnkových dôchodkových fondoch) len zákonom definované finančné nástroje. Investovanie do fondov rizikového kapitálu zákon neumožňuje. Bude dôležité odstrániť legislatívne bariéry v daňovom práve a práve obchodných spoločností. Na Slovensku zatiaľ chýba zákon, ktorý by upraval požiadavky na činnosť rizikových fondov. Je to spôsobené najmä tým, že Obchodný zákonník SR úplne nevyhovuje charakteru podnikania prostredníctvom fondov rizikového kapitálu a zákon o kolektívnom investovaní neupravuje požiadavky na činnosť rizikových fondov.²⁵⁸

Pre rozbeh podnikov bude dôležitá podpora inovácií zo strany štátu formou vytvorenia programu na podporu vzniku a financovania fondov rizikového kapitálu s cieľom podporiť inovatívne podniky. V takomto prípade najvhodnejším nástrojom na rozbehnutie trhu rizikového kapitálu bude vytvorenie programu spoluúčasti štátu na investíciách súkromných rizikových fondov formou tzv. mäkkých pôžičiek, grantov, garančných schém, ktoré znižujú riziko investície pre súkromného investora.

Keďže situáciu na trhu komplikujú faktory ako nízka vymáhateľnosť práva a slabo rozvinutý kapitálový trh, práve spolufinancovaním štátu by sa zabezpečila optimalizácia pomeru výnosu a zníženie rizika pre súkromného investora.

²⁵⁶ Odstránenie bariér napomôžu opatrenia Akčného plánu rizikového kapitál, ktoré sú v súčasnosti v plnej kompetencii Ministerstva hospodárstva SR.

²⁵⁷ Téma je podrobnejšie uvedená v časti Private Equity v kapitole Investičná stratégia a investičné projekty.

²⁵⁸ Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní.

Skúsenosti z krajín, kde boli podobné projekty úspešne realizované ukazujú, že pre ich úspešnosť je veľmi dôležité, ako sú navrhnuté. Súkromné fondy rizikového kapitálu nemôžu úplne nahradiť úlohu štátu, pretože si aj oni uvedomujú vysoké riziko daných projektov, a preto bývajú tiež značne obozretné.²⁵⁹

Výskum na peňažnom a finančnom trhu SR a následné analýzy preukázali neefektívne fungovanie trhu v niektorých trhových segmentoch. Najväčšie zlyhania nastávajú pri začínajúcich malých a stredných podnikoch z hľadiska nemožnosti dokázať a podložiť dokladmi podnikateľskú históriu a zabezpečenie návratnosti, z hľadiska jej dlhšej návratnosti obzvlášť v prvých rokoch investovania. Komerčný sektor nepokrýva dostatočne finančné požiadavky zákazníkov (predovšetkým niektoré rizikové segmenty zákazníkov), takisto nie je ochotný poskytovať zdroje na sofistikované investície a výrobu s dlhodobou návratnosťou, s dlhším odkladom splátok istiny a úrokov. To predstavuje z hľadiska komerčných bánk vysoké kreditné riziko. Zlyhanie trhu nastáva aj v prípade malých podnikateľov, ktorí požadujú od banky len veľmi nízku finančnú angažovanosť (niekoľko mil. slovenských korún). Táto klientela nie je uspokojená zo strany komerčných bánk kvôli vysokým transakčným nákladom. Zvlášť výrazné je toto zlyhanie v prípade, keď ide o financovanie transferu poznatkov do výrobnéj praxe a financovanie počiatočných štádií technologických podnikov so značným potenciálom rastu a zvyšovania trhového podielu. Špecifickou oblasťou sú projekty verejno-súkromného partnerstva, ktoré v podmienkach rozpočtového obmedzenia verejnej správy umožňujú zapojiť súkromné zdroje do obnovy existujúcej a budovania novej infraštruktúry poskytujúcej verejné služby.²⁶⁰

Aby nedochádzalo k zlyhaniu trhu, bude nevyhnutné zamerať sa na využitie inovatívnych finančných nástrojov na:

- úzke miesta inovačného cyklu,
- podporu malých a stredných podnikov v tých fázach ich rastu, v ktorých dochádza ku zlyhaniu trhu,
- budovanie verejnej infraštruktúry.

Dopyt po inovatívnych produktoch v značnej miere prevyšuje ponuku. Je to spôsobené najmä absenciou dostatočne rozvinutého kapitálového trhu, malým rozmerom ekonomiky a neochotou podnikov znášať riziko. Z dlhodobého hľadiska bude dôležité vytvárať predpoklady pre rast inovatívneho potenciálu slovenskej ekonomiky prostredníctvom malých a stredných podnikov a najmä začínajúcich podnikov.²⁶¹ Ich aktivity si často vyžadujú relatívne

²⁵⁹ Inšpirujúce sú skúsenosti s touto formou podpory v Izraeli. V Izraeli v roku 1990 bol zahájený YOZMA program, kde štát poskytol investície do výšky maximálne 40 % základného kapitálu fondu a maximálne 8 mil. USD do 20 investičných fondov. Podmienkou bolo, že aspoň jeden z partnerov fondu je zahraničná investičná spoločnosť s preukázanými skúsenosťami z rizikového investovania, fond bude investovať prevažne do nových high-tech podnikov a že financie pôjdu cez lokálne banky. Súkromní investori fondu mali možnosť odkúpiť štátne podiely za nominálnu hodnotu. V priebehu piatich rokov boli odkúpené prakticky všetky podiely štátu. Vytvorený trh inicioval vznik ďalších fondov, ktorých počet v priebehu 10 rokov bol 130 s celkovou hodnotou 4 mld. USD.

Hlavnými faktormi úspechu boli:

- požiadavka zahraničného partnera. To prinieslo potrebné skúsenosti, väzby na veľké medzinárodné podniky, možnosti spájania a akvizícií zahraničnými podnikmi a skúsenosti s IPO na NASDAQ, čo umožnilo efektívnu návratnosť investícií fondov. (IPO – Initial Public Offering – počiatočná verejná ponuka. NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automatic Quotation – elektronický terminálový systém predaja a kúpy účastín na území Spojených štátov. Má v zozname takmer 5000 podnikov, banka a brokerských podnikov. Podľa objemu uskutočnených operácií sa priraďuje k najväčším trhom cenných papierov vo svete),
- jednoduchosť pravidiel a silná počiatočná štátna investícia. Napriek veľkosti investície štát nijakým spôsobom nezasahoval do riadenia fondu, paralelne bežal štátny program inkubátorov, čo riešilo problém vhodných podnikov pre investície. Inkubátory uľahčili kontakt začínajúcich podnikov s investormi a garantovali manažment podnikov v investičnej fáze.

²⁶⁰ Projekty verejno-súkromného partnerstva sú náročné z finančného aj právneho hľadiska a ich zabezpečenie by nemalo dlhodobo ohroziť stabilitu verejných financií.

²⁶¹ Pre podnikateľa je veľmi dôležitá rozvojová fáza podniku, ktorou ovplyvňuje svoje ďalšie pôsobenie na trhu.

vysoké kapitálové náklady. Investície do takýchto podnikov a aktivít sú rizikové a banky ich v praxi nie sú ochotné financovať prostredníctvom štandardných nástrojov, akými sú úvery. Jedným z riešení je, že podnikateľ financuje takéto aktivity z vlastných zdrojov, resp. zo zdrojov získaných od solventných subjektov.²⁶¹ Druhým, trhovým nástrojom sú tzv. fondy rizikového kapitálu. Pretrvávajúce finančné problémy slovenských podnikateľov je potrebné riešiť vytváraním alternatívnych zdrojov financovania dlhodobého kapitálu. Priaznivé podnikateľské prostredie rozširuje slobodu podnikania a skvalitňuje podnikateľské prostredie. Za posledné roky možno konštatovať posun vpred, v jednotlivých oblastiach – od zakladania nových podnikov, cez legislatívne a daňové predpisy, až po legislatívu upravujúcu konkurz samotného subjektu. Avšak i naďalej existujú problematické miesta, ktoré zaťažujú výkon podnikania neúmernými požiadavkami administratívneho i finančného charakteru.

²⁶¹ Šabíková I.: Aktuálne bariéry v podnikaní na Slovensku. In: Znalostná ekonomika – nové výzvy pre národohospodársku vedu. Medzinárodná vedecká konferencia Národohospodárskej fakulty – Ekonomickej univerzity v Bratislave, 19.–20.10.2006, s. 78.

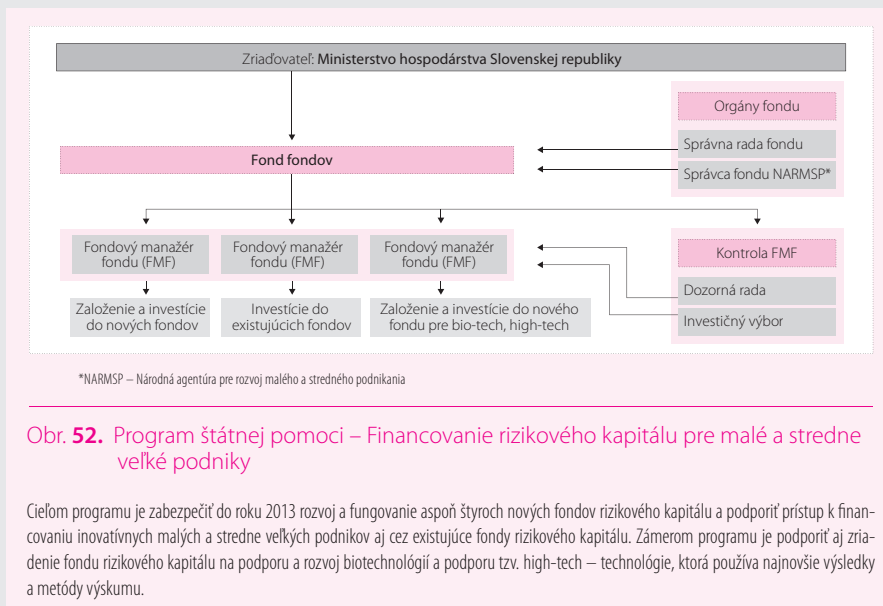
Príloha 5

Financovanie rizikového kapitálu podniku

Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania založila v roku 1994 spoločnosť Seed Capital Company s. r. o., ktorá bola následne v roku 2006 premenovaná na Fond fondov s. r. o. Fond bol založený s cieľom spravovania Fondu štartovacieho kapitálu financovaný z programu PHARE. Na základe tohto projektu vznikli ďalšie spoločnosti, a to Slovenská asociácia rizikového kapitálu a Európska venture kapitálová asociácia. Za toto obdobie pôsobenia na slovenskom kapitálovom trhu spoločnosť finančne pomohla viac než 140 podnikom v celkovom objeme 301 mil. SKK čo následne vytvorilo vznik ďalších 1000 pracovných miest. Hlavnou charakteristikou investícií spoločnosti Fond fondov je priame investovanie do základného imania firiem. Výška investície sa pohybuje od 200 tis. SKK do 20 mil. SKK. Pri existujúcich spoločnostiach ide o jeho zvýšenie a pri novovznikajúcich podnikom o spoločné založenie podniku s peňažným vkladom zo strany spoločnosti Fond fondov.

Financovanie rizikového kapitálu pre malé a stredné podniky

Cieľom programu štátnej pomoci – Financovanie rizikového kapitálu pre malé a stredne veľké podniky je rozvoj nástrojov verejnej politiky podporujúcej prístup k financovaniu rizikového kapitálu a teda uľahčenie podnikania na Slovensku. Program štátnej pomoci je znázornený obr. 52. Implementácia financovania rizikového kapitálu zohľadňuje tieto tri skutočnosti:²⁶³



Obr. 52. Program štátnej pomoci – Financovanie rizikového kapitálu pre malé a stredne veľké podniky

Cieľom programu je zabezpečiť do roku 2013 rozvoj a fungovanie aspoň štyroch nových fondov rizikového kapitálu a podporiť prístup k financovaniu inovatívnych malých a stredne veľkých podnikov aj cez existujúce fondy rizikového kapitálu. Zámerom programu je podporiť aj zriadenie fondu rizikového kapitálu na podporu a rozvoj biotechnológií a podporu tzv. high-tech – technológie, ktorá používa najnovšie výsledky a metódy výskumu.

²⁶³ Spracované podľa uznesenia vlády č. 457 – Národný strategický referenčný rámec 2007 – 2013 zo dňa 17.05.2006.

- je potrebné zriadiť fond fondov,
 - je potrebné osloviť súkromných investorov do individuálnych fondov a dohodnúť podmienky ich participácie,
 - je potrebné zriadiť jednotlivé individuálne fondy a započítať ich činnosť.
- Z časového hľadiska pôjde o veľmi náročný a zložitý proces, pretože predpokladá funkčnosť jednotlivých fondov.

Program bude financovaný zo štátneho rozpočtu Slovenskej republiky a Európskeho fondu pre regionálny rozvoj. Celkové financovanie Programu v období rokov 2007 až 2013 sa predpokladá v objeme 4000 mil. SKK. Rozpis financovania programu z verejných zdrojov dokumentuje obr. 53²⁶⁴. Z údajov na obrázku vyplýva, že program bude financovaný vo väčšom objeme z Európskeho fondu pre regionálny rozvoj.

Rok	Štátny rozpočet	ERDF	Spolu
	(v mil. SKK)		
2007	200	340	540
2008	167	410	577
2009	167	410	577
2010	167	410	577
2011	167	410	577
2012	167	410	577
2013	165	410	575
Spolu	1200	2800	4000

Obr. 53. Financovanie programu z verejných zdrojov

Jednou z perspektívnych foriem využívania prostriedkov Štrukturálnych fondov je využívanie tzv. inovatívnych foriem financovania. Táto forma je zameraná na podporu prístupu k finančným prostriedkom pre malé a stredné podniky, najmä pre oblasť vedy a výskumu, podpory naplňovania cieľov Lisabonskej stratégie a podpory transferu technológií a inovácií v rámci operačných programov Štrukturálnych fondov.

Zvýhodnenie v prípade priamych úverov môže mať podobu:

- miernejších podmienok z hľadiska primárnej návratnosti. Tento spôsob zvýhodnenia je určený pre začínajúcich podnikateľov, ktorí nemajú žiadnu podnikateľskú históriu alebo ich podnikateľská história nie je akceptovateľná pre komerčné banky. Návratnosť finančných zdrojov sa vypočítava na základe posúdenia podnikateľského zámeru,
- miernejších podmienok z hľadiska sekundárnej návratnosti. Tento spôsob zvýhodnenia je určený pre podnikateľov, ktorí nevlastnia dostatočný objem hmotného alebo nehmotného majetku z hľadiska zabezpečenia. Toto zvýhodnenie umožní realizovať projekty s nedostatočným objemom vlastného majetku,
- predĺženej splatnosti úveru,
- odkladu splátok istiny a úrokov,
- výhodných úrokových podmienok. Tento spôsob zvýhodnenia je určený pre začínajúcich podnikateľov, pre projekty s nízkou rentabilitou, pri ktorých by finančné náklady mohli

²⁶⁴ Dokumentácia Ministerstva hospodárstva SR.

ohroziť projekt. Je vhodný zvlášť pre investičné projekty (výroba, inovatívne technológie, výroba komodít s veľkou pridanou hodnotou).

Účelom priamych úverov je financovanie investičných a prevádzkových potrieb podnika-teľa. Pre priame úvery a záručné schémy sa uplatňujú nasledujúce nástroje:

- mikroúvery na podporu malých podnikateľov (s celkovým obratom, resp. tržbami do 25 mil. SKK ročne). Poskytovanie malých úverov je pre bankový sektor neatraktívne kvôli vysokým transakčným nákladom. Zvýhodnenie bude v oblasti primárnej návratnosti, sekundárnej návratnosti, úrokových podmienok alebo predĺženej splatnosti,
- úvery na podporu inovatívnych technológií, výroby energií z obnoviteľných zdrojov a na úspory energií,
- bankové záruky za finančné úvery. Cieľovou skupinou budú podniky, ktoré majú produkt s trhovým potenciálom, ale nemajú dostatok zdrojov na financovanie fázy expanzie,
- záruky za podriadený dlh a vlastné imanie, ako podpora vstupu súkromného rizikového kapitálu najmä do malých a stredných podnikov. Charakteristickým znakom podriadeného dlhu je jeho postavenie medzi štandardným úverom a základným imaním. Podriadený dlh je považovaný za kapitál podniku. V prípade, že podnik nemá z hľadiska banky dostatočný kapitál na to, aby získal štandardný úver, ale podarí sa mu získať podriadený dlh a tým zvýši svoj kapitál, môže požiadať banku o úver. Podriadený dlh sa využíva v rizikových projektoch, pri ktorých sa očakáva vysoká výnosovosť. Komerčný bankový sektor za bežných podmienok nie je ochotný do takýchto projektov vstupovať. Záruka za podriadený dlh môže čiastočne zmierniť toto zlyhanie tým, že bude znižovať riziko návratnosti pre poskytovateľa podriadeného dlhu. Zámerom záruk za vlastné imanie je rozšíriť ponuku výlučne súkromného rizikového kapitálu (t. j. bez účasti verejných zdrojov) na Slovensku. Záruka za vlastné imanie bude pokrývať časť rizika, ktoré na seba berie investor, vstupujúci do vysoko rizikového projektu. Prijemcami tejto záruky budú výlučne súkromné fondy rizikového kapitálu akceptované Slovenskou záručnou a rozvojovou bankou.

Fondy rizikového kapitálu

Cieľom schém fondov rizikového kapitálu je eliminovať zlyhanie trhu v rôznych štádiách inovačného cyklu, pretože súkromné fondy rizikového kapitálu sa zvyčajne zameriavajú na hi-tech produkty s vysokou mierou návratnosti, t. j. investujú až po štádiu výskumu a vývoja. Vytvorila sa nasledujúce typy fondov rizikového kapitálu:

- fond zárodkového kapitálu (Seed), s cieľom podporiť investovanie do rozvoja novej technológie alebo produktu, vrátane výroby prototypu a prípravu obchodného zámeru,
- počiatočný fond rizikového kapitálu (Early-Stage) na podporu finalizácie produktu pre trh a podporu spoločnosti počas prvých rokov jej existencie,
- fond rozvojového kapitálu (Expansion) na financovanie spoločností, ktoré majú produkt s trhovým potenciálom, s cieľom financovať zvýšenie ich trhového podielu,
- fond rizikového kapitálu na podporu výroby energií z obnoviteľných zdrojov a na úspory v spotrebe energií,
- fond rizikového kapitálu na podporu malých a stredných podnikov – potenciálnych dodávateľov automobilového priemyslu.²⁶⁵

²⁶⁵ Problematika rizikového kapitálu je podrobnejšie uvedená v kapitole Investičná stratégia a investičné projekty a Kapitálová štruktúra podniku.

Finančná pomoc na podporu inovácií

Finančná pomoc na podporu inovácií sa bude poskytovať v nasledujúcich oblastiach:

- budovanie podnikateľských inkubátorov, ktorých poslaním je poskytovať začínajúcim podnikateľom vhodné štartovacie podmienky pre fungovanie ich podniku v období minimálne troch rokov. Okrem podnikateľských priestorov majú podniky k dispozícii potrebnú infraštruktúru, administratívne služby a odborné poradenstvo,
- prvotné prepojenie vedy a výskumu v predpodnikateľskej fáze poskytovaním mikrograntov na financovanie vedy a výskumu. Ide o financovanie overovania vedeckých myšlienok, dokončenie konkrétnej výskumnej úlohy a dopracovanie myšlienky do komercializovateľnej podoby pred vznikom podnikateľského subjektu,
- finančná pomoc pre oblasť vývoja novej technológie alebo produktu až do štádia prototypu na malé projekty v predtrhovej etape prostredníctvom fondu predzárodového financovania (Pre-Seed).

V r. 2008 Fond fondov poskytoval investovanie do siedmych fondov rizikového kapitálu²⁶⁶ s rôznymi investičnými stratégiami. Tieto fondy boli vytvorené z verejných zdrojov a to PHARE a zo štátneho rozpočtu.²⁶⁷ Dlhodobým poslaním Fondu fondov je zhodnocovať objem finančných prostriedkov jednotlivých fondov a dosiahnuté zisky používať na ďalšiu podporu malých a stredných podnikov. Fond fondov neinvestuje len do novo vznikajúcich podnikov, ale má možnosť investovať aj do rozbehnutých a fungujúcich podnikov v rôznom štádiu podnikania. Fond Seed Capital, k.s. vznikol v júli 2006. Prostriedky fondu sú určené do oblasti seed investícií novo vznikajúcim a inovatívnym malým a stredným podnikom.²⁶⁸ Uvedený fond má právnu subjektivitu a pôsobnosť fondu je v rámci celého územia Slovenskej republiky. Minimálna finančná investícia je 200 000 SKK a maximálna 10 mil. SKK, ale najčastejšie sa poskytuje vo výške od 3 – 5 mil. SKK. Fond investuje v podnikoch od 1 do 5 rokov, s tým že preferuje minoritný podiel 10 % – 40 %. Podnikateľ môže použiť finančné prostriedky len na tie náklady, ktoré sú spojené s realizáciou podnikateľského zámeru a štádiom životného cyklu podniku. Aby podnik získal kapitál musí splniť investičné kritériá tohto fondu, medzi ktoré patria inovatívnosť podnikateľského zámeru, návratnosť investície, kvalita manažmentu, nárast hodnoty podniku a konkurencieschopnosť produktu.

²⁶⁶ 1. Fond štartovacieho kapitálu vytvorený v roku 1995 sa neskôr, vzhľadom na výborné výsledky, transformoval na revolvingový fond. Investície je fond zameraný na malé a stredné podniky na celom území Slovenskej republiky. 2. Regionálny fond štartovacieho kapitálu bol založený v roku 2003 a jeho prostriedky sú určené pre rozvoj malých a stredných podnikateľov v Banskobystrickom, Žilinskom, Košickom a Prešovskom kraji. 3. Rozvojový fond pre malé a stredné podnikanie, a.s. Jedná sa o prvý fond rizikového kapitálu s príspevkami domáceho súkromného kapitálu založený spoločnosťou Fond fondov v roku 2001. Jeho pôsobnosť je v rámci celého územia Slovenskej republiky. 4. Medzi nové fondy patrí Fond INTEG a Fond SÍSME, ktoré vznikli v roku 2005. Fond INTEG je určený na podporu inovatívnych projektov spoločností zaradených do technologických inkubátorov InQb STU v Bratislave a Inova Tech v Sládkovičove. Financovanie inovatívnych firiem z celého územia Slovenska je realizované prostredníctvom Fondu SÍSME. 5. V roku 2006 boli otvorené Fond Seed Capital, k.s. a 6. Slovenský Rozvojový Fond, a.s. Fond Seed Capital, k.s. má samostatnú právnu subjektivitu. Finančné prostriedky fondu sú určené na investovanie do novo zakladaných, mladých a inovatívnych malých a stredných podnikov. Geografické zameranie fondu je na celé územie Slovenskej republiky. Slovenský Rozvojový Fond, a.s. bol otvorený v spolupráci so Slovenskou sporiteľňou, a.s. Je určený pre fungujúce spoločnosti nachádzajúce sa vo fáze rozvoja z celého územia SR. 7. Portfólio spravovaných fondov dotvára Mikroúverový fond, ktorého prostriedky sa poskytujú formou úverov podnikateľom vybraných okresov Bratislavského a Trnavského kraja.

²⁶⁷ <http://www.fondfondov.sk>.

²⁶⁸ Tento fond má obmedzenia v odvetví financovania ako je napríklad poľnohospodárska prvovýroba, farmárstvo, výroba zbraní, prevádzka herní.

Podpora budovania verejnej infraštruktúry – projektov verejno-súkromného partnerstva

Pre projekty verejno-súkromného partnerstva je charakteristická ich značná zložitosť – ide o spoločné projekty partnerov z verejného a súkromného sektora, trvajúce niekoľko desaťročí – zvyčajne 20 až 30 rokov. Kvalitná a profesionálna príprava projektov je preto veľmi dôležitá. Finančná pomoc na podporu projektov verejno-súkromného partnerstva môže mať podobu:

- záručnej schémy pre projekty verejno-súkromného partnerstva na pokrytie rizika dopytu v nábehovom štádiu projektu,
- schémy pre projekty financovania technickej pomoci pre prípravu projektov verejno-súkromného partnerstva.

Relatívne najjednoduchšími sú schémy, ktoré v určitej podobe existovali aj doposiaľ. Ide o mäkké úvery, poskytované SZRB, záruky za bankové úvery a čiastočne mikroúvery. Do rovnakej skupiny ako spomínané produkty SZRB možno zaradiť schémy zo skupiny Grantová schéma na podporu zakladania podnikateľských inkubátorov, Mikrogranty pre pred-podnikateľskú etapu prípravy zámeru a nakoniec Grantová schéma predzárodočného financovania.

Oblasti využitia inovatívnych finančných nástrojov v rámci programu – Znalostná ekonomika (ZE)

Slovenská republika napriek výraznému pokroku v poslednom období stále zaostáva za krajinami EÚ-15 tak v ekonomickej výkonnosti ako aj v kvalite ekonomického rastu. Z hodnotenia dosiahnutých výsledkov ekonomiky vyplýva, že súčasný ekonomický rast je charakterizovaný nízkou úrovňou využívania nových poznatkov a informácií. Východiskom z tejto situácie by mala byť práve znalostná ekonomika, ktorej ťažiskovým atribútom sú poznatky alebo znalosti a hlavne ich transformácia do praxe. Operačný program Znalostná ekonomika (ďalej OP ZE) predstavuje programový dokument Slovenskej republiky,²⁶⁹ na základe ktorého bude poskytovaná podpora pre rozvoj znalostnej ekonomiky v rokoch 2007 – 2013. OP ZE nadväzuje na ciele a priority Národného strategického referenčného rámca 2007 – 2013 (NSRR) ako základného strategického programového dokumentu SR.

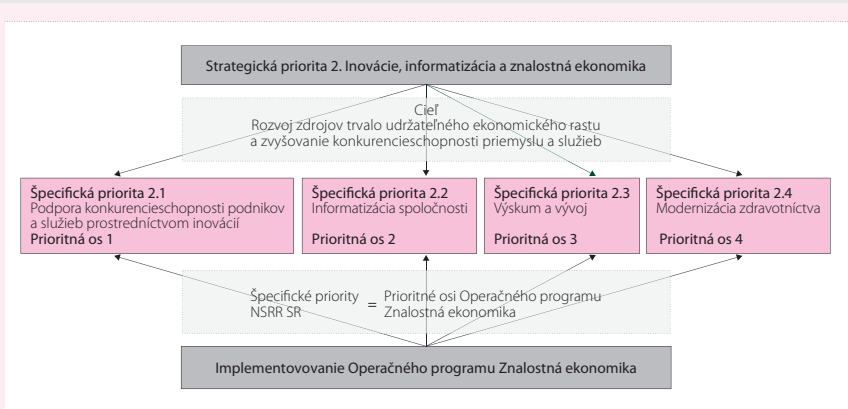
OP ZE implementuje a bližšie rozpracováva strategickú prioritu Národného strategického referenčného rámca 2007 – 2013 „Inovácie, informatizácia a znalostná ekonomika“, čo zobrazuje obr. 54.²⁷⁰

Výraznejší prechod na znalostnú ekonomiku a jej ďalší rozvoj však vyžaduje zmeny vo výkonnosti, obsahu a organizácii rozhodujúcich ekonomických a sociálnych procesov v kľúčových spoločenských oblastiach. Zmeny vedúce k zvyšovaniu významu poznatkov v ekonomike, k vysokému a trvalo udržateľnému ekonomickému rastu sa dajú dosiahnuť procesom celkovej konvergencie²⁷¹. Hlavnou úlohou finančnej pomoci zo Štrukturálnych fondov

²⁶⁹ Dokument definuje globálny cieľ, prioritné osi a opatrenia a aktivity, ktoré budú podporované na území cieľov Konvergencia a Regionálna konkurencieschopnosť a zamestnanosť v období rokov 2007 – 2013 využitím finančnej pomoci Európskeho fondu regionálneho rozvoja. Z geografického hľadiska OP ZE pokrýva celé územie Slovenskej republiky.

²⁷⁰ Pmrová, M. – Gáberová, M.: Úspory energie a obnoviteľné zdroje energie v novom programovom období. Bratislava, 24.–25. apríl 2006. Dostupné na <http://www.sea.gov.sk>.

²⁷¹ Celková konvergencia je daná nominálnou konvergenciou, reálnou konvergenciou a štrukturálnou konvergenciou.



Obr. 54. Prepojenie stratégie Národného strategického referenčného rámca 2007 – 2013 s Operačným programom Znalostná ekonomika

Realizácia Operačného programu znalostnej ekonomiky vychádza z potreby výrazného zvýšenia konkurencieschopnosti a výkonnosti regiónov a slovenskej ekonomiky do konca programového obdobia pri rešpektovaní trvalo udržateľného rozvoja. Na základe analýzy sú definované prioritné osi pre cieľ Konvergencia: Podpora konkurencieschopnosti podnikov a služieb prostredníctvom inovácií, Informatizácia spoločnosti a Výskum a vývoj a pre cieľ Regionálna konkurencieschopnosť a zamestnanosť prioritná os Znalostná ekonomika v Bratislavskom kraji.

a Kohézného fondu je urýchliť proces celkovej konvergencie úrovne sociálno-ekonomického rozvoja SR na úroveň dosiahnutej v najrozvinutejších krajinách za podmienky trvalej udržateľnosti.²⁷² V rámci operačného programu Znalostná ekonomika pôjde o nasledujúcich oblasti:

Podpora konkurencieschopnosti podnikov a služieb prostredníctvom inovácií

Správne smerovanie podpory MSP by malo viesť ku zvyšovaniu konkurencieschopnosti malých a stredných podnikov. Z nástrojov dlhodobu-udržateľného ekonomického rozvoja sú kľúčové:

- Inovácie a technologické transfery. V oblasti inovácií má SR značné nedostatky, ktoré bez intenzívnej štátnej podpory nie je možné efektívne riešiť. Ide hlavne o odstránenie deficitu vzájomnej komunikácie a transferu nových poznatkov medzi inštitúciami výskumu a vývoja a podnikateľskou sférou a vytvorenie potrebnej infraštruktúry na jej realizáciu. Táto infraštruktúra musí zahŕňať poradenské inštitúcie schopné vyhľadávať výskumné projekty a vhodné realizačné podniky, ale aj sprostredkovať medzi nimi trvalejšie väzby. Súčasťou tohto systému musí byť trvalé vzdelávanie podnikov, pretože bez špičkového manažmentu nie je možné realizovať významnejšie inovácie, či už z hľadiska technickej realizácie alebo ich financovania. Je nevyhnutné vytvoriť finančné nástroje, ktoré by spolu so štátnou podporou boli vhodné na financovanie rizikových inovačných projektov.

²⁷² Trvalo udržateľný rozvoj (TUR) je zakotvený v právnom systéme Slovenskej republiky ako taký rozvoj, ktorý súčasným i budúcim generáciám zachováva možnosť uspokojovať ich základné životné potreby a pritom neznižuje rozmanitosť prírody a zachováva prirodzené funkcie ekosystémov (§ 6 zákona č. 17/1992 Zb. o životnom prostredí). TUR zahŕňa zložky: ekonomickú, sociálnu a environmentálnu.

Neodmysliteľnou súčasťou podpory rozvoja technologických podnikov je ochrana priemyselných práv vlastníkov inovatívnych riešení na národnej aj medzinárodnej úrovni. Podpora konkurencieschopnosti podnikov pomocou inovácií bude pozostávať:

- z podpory tvorby a zavádzania inovácií do podnikovej sféry,
- z podpory aplikovaného výskumu a vývoja v podnikovej sfére,
- z podpory aplikovaného dizajnu,
- z podpory technologických transferov,
- z podpory projektov na tvorbu nových a aplikovaných technických noriem do praxe,
- z podpory projektov spojených s ochranou patentov, dizajnu, ochranných známok, úžitkových vzorov na Slovensku a v zahraničí podporujúcich využívanie patentovaných riešení nových, resp. inovovaných produktov,
- z podpory technických štúdií realizovateľnosti, ktoré slúžia na prípravu inovácií v priemysle a službách.
- Podpora spoločných služieb pre podnikateľov:
 - budovanie a rozvoj priemyselných parkov, podpora rekonštrukcie prípadne sanácie výrobných hál, t. j. území, na ktorých sa sústreď priemyselná činnosť alebo služby aspoň jedného podnikateľského subjektu,
 - vytvorenie siete s informačným prepojením vybraných knižníc,
 - podpora budovania klastrov (clustrov) a sietí.²⁷³
- Podpora začínajúcich a expandujúcich inovatívnych podnikov. Aktivity budú smerovať na podporu:
 - tvorby a rozvoja nepriamych finančných nástrojov na podporu začínajúcich a expandujúcich inovatívnych podnikov (napr. záruky za úvery, mäkké pôžičky),
 - rozvoja rizikového kapitálu,
 - projektov budovania inkubátorov pre začínajúcich podnikateľov a živnostníkov a pre inovatívne podnikanie,
 - projektov zameraných na podporu prenosu inovatívnych nápadov do komerčne realizovateľných projektov, napr. prostredníctvom financovania a tvorby kvalitných podnikateľských zámerov,
 - vzdelávania a poradenstva podnikateľov, zameranú na zvyšovanie kvality služieb a výrobných procesov.
- Zvyšovanie energetickej efektívnosti na strane výroby aj spotreby a zavádzanie progresívnych technológií v energetike:
 - kombinovaná výroba elektriny a tepla, ktoré sú vo vlastníctve miest a obcí alebo právnických osôb založených mestami a obcami, v prípade súkromného sektora s inštalovaným tepelným výkonom do 350 kW,
 - využívanie obnoviteľných energetických zdrojov, t. j. výstavba, modernizácia alebo rekonštrukcia malých vodných elektrární, zariadení na energetické využitie biomasy, bioplynu, zariadení na výrobu biopalív, tepelných čerpadiel, ktorých chladiaci systém nesmie obsahovať tzv. „tvrdé“ freóny²⁷⁴, zariadení na využitie slnečnej energie, zariadení na využitie geotermálnej energie, zariadení na využitie veternej energie,

²⁷³ Ďalším aspektom zvyšovania konkurencieschopnosti slovenského priemyslu by mohla byť podpora vzniku prirodzených zoskupení – klastrov priemyselných podnikov na spoločné presadzovanie sa na silných trhoch ekonomicky vyspelých krajín.

²⁷⁴ Existuje 6 antropogénnych plynov, ktoré zapríčínajú skleníkový efekt: oxid uhličitý (CO₂), metán (CH₄), oxid dusný (N₂O), ozón – prízemný (O₃), chlórfluorohlavoďovodíky – tvrdé freóny (CFC) a hydrochlóro-fluorohlavoďovodíky – vodná para (HCFC), všetky prispievajú k ničeniu ozónovej vrstvy, ako aj nasledujúce substitúty CFC: hydrofluorohlavoďovodíky (HFC), perfluórhlavoďovodíky (PFC) a fluorid sírový (SF₆).

- rekonštrukcia a modernizácia existujúcich energetických a tepelných zdrojov na báze fosílnych palív za účelom zvýšenia účinnosti zariadení a efektívnosti ich využívania, ktoré sú vo vlastníctve miest a obcí, alebo právnických osôb, založených mestami a obcami,
- rekonštrukcia existujúcich tepelných zariadení na rozvod tepla (napr. zlepšenie izolácie potrubných rozvodov, zavádzanie systémov na zamedzovanie úniku tepla, rekonštrukcia odovzdávacích staníc tepla a iné), ktoré sú vo vlastníctve miest a obcí alebo právnických osôb založených mestami a obcami.

Od apríla 2008 bol na Slovensku spustený program EÚ pod názvom Európska sieť podnikov (Enterprise Europe Network).²⁷⁵ Je to nová a výkonná európska sieť na podporu malých a stredných podnikov.²⁷⁶ Európska sieť podnikov zahŕňa viac ako 500 kontaktných miest pre podnikateľov v Európe. Tieto miesta, ktoré pokrývajú územie celej EÚ poskytujú celú škálu podporných služieb v tesnej blízkosti MSP. Európska sieť podnikov ponúka konkrétne tieto služby:

- Pomoc spoločnostiam, ktoré chcú vstúpiť na medzinárodný trh. Európska sieť podnikov pomôže rozvíjať výmenné programy medzi podnikmi, podnieti nové myšlienky a bude podporovať potenciálne partnerstvá a stimulovať podniky, aby sa rozvíjali nad rámec svojich pôvodných horizontov prostredníctvom organizácie individuálnych stretnutí, na ktorých si podniky budú môcť nájsť spoľahlivých partnerov. Budovanie technologických partnerstiev medzi MSP je možné vďaka prenosu inovácií a predstavuje nielen ďalší krok smerom k medzinárodnému pôsobeniu, ale aj možnosť dosiahnuť návratnosť investícií vo výskume. Sieť pomáha MSP pri hľadaní partnerov a uzatváraní zmluvných dohôd s nimi.
- Business Cooperation Database. Databáza pre spoluprácu podnikateľov využívaná viac ako 300 euro info centrami v Európe umožňuje vyhľadávanie kooperačných partnerov v 43 štátoch sveta. Cena za vyžiadanie jednej kontaktnej adresy z databázy je 125 SKK. Záujemca dostane kontakt na partnerskú organizáciu, ktorá zaregistrovala ponuku do tejto databázy. Kooperačné ponuky v tomto systéme majú ročnú platnosť, to znamená, že v priebehu 12 mesiacov je ponuka k dispozícii potenciálnym záujemcom – členom systému.
- Inovácie, nové produkty a využívanie príležitostí na jednotnom trhu – podpora inovácií. Európska sieť podnikov stimuluje MSP k väčšej inovatívности, pretože výmena výsledkov výskumu môže prispieť k vzniku nových myšlienok a príležitostí. Zabezpečenie prístupu k inovačným technológiám pomôže MSP čeliť globálnej konkurencii.
- Prístup k projektom a financovaniu EÚ. Cieľom európskej siete podnikov je odstrániť nedostatok informácií o rôznych zdrojoch financovania z EÚ a zabezpečiť, aby spoločnosti vedeli o ponúkaných možnostiach. MSP budú predovšetkým stimulované k tomu, aby sa zúčastnili na výskumných programoch.
- Poskytovanie spätnej väzby Komisii. Európska sieť podnikov bude pôsobiť ako obojsmerný komunikačný kanál medzi podnikateľmi a Komisiou, prostredníctvom ktorého si obe strany môžu vymieňať názory, aby sa zabezpečilo, že politiky a iniciatívy, ktoré pripravuje Komisia, budú zodpovedať potrebám MSP a nebudú predstavovať ďalšie administratívne zaťaženie.

²⁷⁵ <http://www.enterprise-europe-network.ec.europa.eu>.

²⁷⁶ Na Slovensku v rámci tejto siete pôsobia tieto centrá: Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania v Bratislave, Business and Innovation Centre Bratislava – Podnikateľské inovačné centrum v Bratislave, Regionálne poradenské a informačné centrum Prešov, Slovenská obchodná a priemyselná komora. I-Europa, s.r.o., Bic Group, s.r.o.

Výskum a vývoj

Výskum a vývoj a technologické inovácie sú nenahraditeľným a najväčším zdrojom vysoko kvalitných poznatkov. Oblasť výskumu, vývoja a inovácií patrí k tým oblastiam, ktoré z hľadiska štrukturálnej a celkovej konvergencie SR k EÚ-15 zohrávajú kľúčovú úlohu. Výskum, vývoj a technologické inovácie nie je možné realizovať bez existencie kvalitných ľudských zdrojov a súčasne bez kvalitného technického vybavenia. Obe podmienky musia byť splnené súčasne. V oblasti technického vybavenia je situácia v SR s najväčšou pravdepodobnosťou najhoršia v EÚ. K hlavným zameraniam na zvýšenie úrovne výskumu a vývoja patrí:

- Obnova a budovanie technickej infraštruktúry výskumu a vývoja:
- modernizácia technického vybavenia organizácií výskumu a vývoja vrátane nevyhnutných stavebných úprav,
- budovanie laboratórií so špičkovým vybavením v oblastiach, ktoré sú perspektívne z hľadiska ďalšieho rozvoja Slovenskej republiky vrátane nevyhnutných stavebných úprav,
- budovanie a modernizácia podpornej infraštruktúry výskumu a vývoja a to najmä v oblasti informačných technológií – budovanie počítačových sietí, budovanie vysokorychlostných informačných sietí medzi pracoviskami výskumu a vývoja, vrátane nevyhnutných stavebných úprav.
- Podpora sietí excelentných pracovísk výskumu a vývoja ako pilierov rozvoja regiónu a podpora nadregionálnej spolupráce:
- podpora budovania sietí pracovísk výskumu a vývoja vo väzbe na rozvojové priority konkrétneho regiónu – výber podporených pracovísk bude viazaný na realizáciu ich výstupov na špičkovej úrovni,
- podpora začleňovania výskumných pracovísk výskumu a vývoja do nadregionálnych a medzinárodných sietí pre spoluprácu vo výskume, vývoji a v inováciách.
- Prenos výskumom a vývojom získaných poznatkov a technológií do praxe s dôrazom na:
- podporu spoločných projektov s priemyslom,
- podporu vedecko-technologických parkov, technologických centier a inkubátorov výlučne v prostredí verejných organizácií výskumu a vývoja (univerzity, Slovenská akadémia vied),
- podporné programy pre mobilizáciu a identifikáciu potenciálnych inovácií, súťaží podnikateľských plánov, virtuálnych inkubátorov v prostredí verejných organizácií výskumu a vývoja (univerzity, Slovenská akadémia vied),
- podporu kompetenčných centier univerzít pre spoluprácu s praxou a technologický transfer poskytujúci predpoklady pre „kolaboratívny“ výskum a budovanie dlhodobého „zodpovedného“ partnerstva medzi univerzitami a priemyslom,
- kontaktné body pre styk s priemyslom, kancelárie a útvary pre prenos technológií a poznatkov a valorizačné a komercializačné útvary na univerzitách vybavené expertízou, príslušným tréningom, skúsenosťou, pochopením pre potreby výskumníkov, zákonných noriem, podnikania a problematiky vývoja technológií.

Slovenská republika sa vyznačuje nedostatočnou inovačnou kultúrou medzi malými a strednými podnikmi. V posledných rokoch (2005 – 2007) v SR prakticky nevznikajú malé a stredné podniky, ktoré možno označiť prívlastkom inovatívne, resp. high-tech, ktoré by boli schopné spolupracovať s výskumnými ústavmi (SAV, univerzitami) a ostatnými inštitúciami realizujúcimi výskumno-vývojové aktivity. Taktiež oblasť finančnej podpory výskumu a vývoja v Slovenskej republike dlhodobo patrí medzi najnižšie v Európskej únii. Úroveň verejných a súkromných výdavkov na vedu, výskum a inovácie je dlhodobo veľmi nízka.

Príloha 6

Harmonizácia slovenskej legislatívy v oblasti kapitálového trhu s legislatívou EÚ

Slovensko implementovalo všetky potrebné legislatívne smernice v oblasti finančného trhu, ktoré zodpovedajú štandardom Európskej únie.²⁷⁷ Harmonizácia bola uskutočnená takto:

- V oblasti kolektívneho investovania sa prijali UCITS²⁷⁸ smernice, ktorých cieľom je zrušenie obmedzení a rozdielnych prístupov v oblasti investovania v štátoch EÚ, harmonizácia v oblasti kolektívneho investovania a uľahčenie schvaľovacích a povoľovacích procesov. Nový zákon o kolektívnom investovaní²⁷⁹ vychádza zo smerníc EÚ, ktoré novelizovali pôvodnú direktívu EÚ. Táto legislatívna norma zaviedla do praxe niekoľko zmien, napr. rozšírenie predmetu činnosti správcovsých spoločností o niektoré investičné služby alebo zavedenie zjednodušeného predajného prospektu podielových fondov. Zákon súčasne zmenil pravidlá v oblasti obmedzenia a rozloženia rizika pri investovaní majetku v podielovom fonde a umožnil po vstupe Slovenskej republiky do Európskej únie distribúciu fondov slovenských správcov v EÚ na základe európskeho pasu.
- Smernica o trhovej manipulácii²⁸⁰ bola implementovaná do novely zákona o cenných papieroch,²⁸¹ s cieľom zabrániť manipuláciám s trhom a zvýšiť dôveru investorov na finančných trhoch spoločnosti. Smernica bola prijatá v rámci Akčného plánu finančných služieb určujúceho súbor krokov, ktoré sú potrebné na to, aby sa dokončil jednotný trh pre finančné služby. Potreba vypracovania smernice o zneužívaní trhu vznikla z dôvodu stále nových finančných a technických trendov zvyšujúcich príležitosti na zneužívanie trhu pomocou nových technológií, zvýšených cezhraničných aktivít a internetu.
- V oblasti verejnej ponuky cenných papierov (CP) pri zostavovaní jednotného prospektu CP v EÚ bola implementovaná do novely zákona o cenných papieroch.²⁸² Cieľom je uľahčiť prístup emitentov vrátane začínajúcich malých a stredných podnikov k investičnému kapitálu na finančných trhoch v celom spoľčenstve prostredníctvom emisií cenných papierov, jednotnej formy prospektu a postupu jeho schvaľovania platného v celom spoľčenstve. Novelou zákona o cenných papieroch²⁸³ a novelou o burze cenných papierov sa vytvorili motivačné predpoklady pre emitentov na získanie kapitálu prostredníctvom nových emisií. Išlo o nasledujúce zmeny:
 - zjednotenie doterajšieho kótovacieho prospektu a prospektu cenného papiera do jedného formátu platného v celej EÚ,
 - zavedenie jednorazového povolenia pre emitenta platného v celom spoľčenstve (európsky pas),
 - zjednodušenie administratívnych postupov schvaľovania prospektov určením jediného zodpovedného orgánu za ich schvaľovanie (Úrad pre finančný trh) a skrátenie lehoty na schválenie prospektu z 3 mesiacov na 10 dní,

²⁷⁷ Rozvoj právneho rámca finančného trhu nadväzoval na prijatie Akčného plánu pre finančné služby.

²⁷⁸ UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). Je to skratka pre otvorený podielový fond, ktorá sa používa na úrovni Európskej únie.

²⁷⁹ Nový zákon o kolektívnom investovaní (594/2003) vychádza zo smerníc EÚ č. 107/2001 a 108/2001. Tie novelizovali pôvodnú direktívu EÚ o subjektoch kolektívneho investovania UCITS ešte z roku 1985.

²⁸⁰ Smernica č. 2003/6/ES o trhovej manipulácii (MAD).

²⁸¹ Novela zákona o cenných papieroch č. 635/2004.

²⁸² Novela zákona o cenných papieroch č. 336/2005, smernica č. 2003/71/ES o prospekte.

²⁸³ Novela zákona o cenných papieroch č. 566/2001 a novela o burze cenných papierov č. 429/2002.

- predĺženie platnosti prospektu zo súčasných 6 mesiacov na 12 mesiacov za podmienky aktualizácie údajov, ktoré obsahuje,
- emitentom sa umožňuje uvádzať údaje v prospekte prostredníctvom odkazov na dokumenty, ktoré boli už skôr podané na Úrad pre finančný trh,
- možnosť využívať nové metódy zverejňovania prospektov a informácií určených investorom prostredníctvom zariadení elektronickej komunikácie, napríklad internetových stránok emitenta alebo regulovaného trhu.
- Implementácia príslušnej smernice o Prevzatiach²⁸⁴ spolu s implementáciou smernice²⁸⁵ o Trhoch pre finančné nástroje (MiFID) a smernice²⁸⁶ o Transparentnosti trhov s cennými papiermi implementovanej do novely zákona o CP a zákona o burze CP. V novele zákona o kolektívnom investovaní boli zavedené nové špeciálne fondy tzv. realitné fondy s minimálnou stanovenou výškou vkladu 3 000 EUR.²⁸⁷ Touto novelou sa rozširuje možnosť investovania podielových fondov do nástrojov rizikového kapitálu (najmä do nových emisií CP) uvoľnením príslušných investičných limitov. Zvyšuje sa limit investícií do rizikového kapitálu z 10 % na 25 % pre špeciálne podielové fondy. Taktiež sa v novele zákona o poisťovníctve²⁸⁸ zavádza pre poisťovne možnosť umiestniť technické rezervy do aktív rizikového kapitálu. Limit je stanovený na 10 % v súlade so smernicami EÚ. Pokiaľ ide o dôchodkové fondy, stanovisko MF SR je zamietavé pre II. pilier (ide o povinné príspevky, kde nie je možné nútiť občanov podporovať iné aktivity na úkor bezpečnosti ich aktív), pre III. pilier je stanovisko v zásade obdobné ako pre podielové fondy, prípadne poisťovne, ale legislatívne úpravy sú plne v gescii Ministerstva práce, sociálnych vecí a rodiny (MPSVR).
- Náhradu za zákaznícky majetok upravuje len smernica²⁸⁹ o systémoch náhrad pre investorov. Európska komisia analyzovala efektívnosť tohto systému a pripravila správu o fungovaní garančných schém v členských štátoch. Závety správy budú slúžiť ako východisko pre európsku komisiu na prípadné zmeny v smernici, ale zatiaľ nebol predložený konkrétny návrh. Problém pri Garančnom fonde investícií (GFI) spočíva v tom, že v súčasnosti nie je priama väzba medzi výškou odvádzaných príspevkov do GFI a výškou chráneného zákazníckeho majetku. Znamená to, že niektorí obchodníci s cennými papiermi odvádzajú vysoké príspevky do GFI napriek tomu, že spravujú nízky alebo takmer žiadny objem chráneného zákazníckeho majetku.²⁹⁰

Slovenský finančný trh prešiel výraznými zmenami, ktoré súvisia s postupným začlenením Slovenska na jednotný európsky trh finančných služieb. Rozsiahle zmeny si vyžiadala legislatíva celého finančného trhu a práve tieto zmeny ovplyvnili postavenie subjektov a inštitúcií pôsobiacich na finančnom trhu.

²⁸⁴ Smernica č. 2004/25/ES o ponukách na prevzatie (Takeover Bid Directive).

²⁸⁵ Smernica č. 2004/39/ES o trhoch s finančnými nástrojmi.

²⁸⁶ Smernica č. 2004/109/ES o Transparentnosti trhov s cennými papiermi.

²⁸⁷ Bola schválená 15.3. 2006 v NR SR s účinnosťou od 1.5.2006.

²⁸⁸ Novela zákona o poisťovníctve č. 95/2002 Z. z.

²⁹⁰ Smernica č. 97/9/EC o systémoch náhrad pre investorov.

²⁹¹ Od 1.1.2006 do 30.4.2007 bola výška náhrady za nedostupný zákaznícky majetok stanovená vo výške 16 000 EUR a od 1.5.2007 je výška náhrady v sume 20 000 EUR (t. j. požadovaná hranica odporúčaná smernicou).

Jednotný trh finančných služieb

V rokoch 1998 – 2007 bol v SR uskutočnený rad inštitucionálnych a legislatívnych zmien, ktorých cieľom bolo navrátiť dôveru a zabezpečiť transparentnosť kapitálového trhu. Dôkazom toho sú mnohé zrealizované kroky v neľahkých legislatívnych úlohách a zvládnutých prístupových prácach s implementáciou mnohých smerníc Európskej únie na tvorbu jednotného trhu finančných služieb.

Za hlavné pozitíva jednotného trhu finančných služieb možno považovať:

- voľný pohyb kapitálu a služieb,
- zvýšenie konkurencie,
- zvýšenie štandardu poskytovaných služieb,
- zvýšenie počtu podnikov operujúcich na finančnom trhu,
- zavedenie princípu európskeho pasu,
- konsolidácia sektora finančných služieb,
- zvýšenie dôrazu na ochranu investorov,
- rozšírenie ponuky poskytovaných služieb a investičných nástrojov,
- spolupráca orgánov dohľadu medzi členskými krajinami.

Kapitálový trh bude naďalej prechádzať mnohými legislatívnymi a inštitucionálnymi zmenami. V budúcnosti možno očakávať postupnú integráciu slovenského centrálného depozitára s depozitármi Európskej únie. Do popredia sa dostávajú otázky medzinárodného systému zúčtovania a vyrovnaní burzových obchodov. Európske štáty naň reagujú vytváraním spolupráce na rôznej úrovni medzi centrálnymi depozitármi a spájaním sa do nadnárodných depozitárov.

Najdôležitejším dopadom vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie je prebiehajúce začlenenie slovenského trhu do jednotného európskeho trhu a získanie práv súvisiacich s voľným pohybom produktov, služieb, osôb a kapitálu. Vstup Slovenskej republiky do EÚ umožňuje osobám podnikajúcim na kapitálovom trhu poskytovať svoje služby väčšiemu počtu investorov vďaka jednoduchšiemu vstupu subjektov a inštitúcií na európske kapitálové trhy. Slovenskí investori tak získajú jednoduchší a predovšetkým rýchlejší prístup ku službám a produktom finančných inštitúcií z oblasti EÚ. Spolu s rastúcou konkurenciou je predpoklad, že dôjde ku skvalitneniu služieb poskytovaných domácimi poskytovateľmi. Tí sa popri poskytovaní klasických produktov a služieb budú musieť zamerať aj na poskytovanie rôznych doplnkových služieb a kombinácií jednotlivých produktov. Pre investorov síce poskytované služby s veľkou pravdepodobnosťou nezlacnia, avšak mali by sa skvalitniť a ochrana zákazníkov zvýšiť.

Na základe uvedených skutočností v budúcnosti možno predpokladať pôsobenie nasledujúcich pozitívnych momentov na vývoj slovenského finančného trhu a tým aj kapitálového trhu:

- progresívna daňová reforma umožňujúca prísun zahraničného kapitálu – nízka daň zo zisku právnických osôb, absencia dane z dividend,
- vysoké investičné potreby slovenských podnikov,
- rýchly ekonomický rast a z neho vyplývajúce potenciálne výnosy pre investorov,
- noví členovia Európskej únie poskytujú priestor na umiestnenie kapitálu a diverzifikáciu aktív. Záujem o investovanie v krajinách V4 rastie,
- investovanie v krajinách V4 predstavuje príležitosť aj na zaujímavý zisk.²⁹²

²⁹² Ak sa porovná vývoj akciových indexov za posledných päť rokov vidieť, že kým americký, japonský a európsky trh stratili 12 – 24 % svojej hodnoty, pražský index PX 50 sa zhodnotil o 100 % a budapeštiansky index BUX o 80 %.

- noví členovia EÚ sú omnoho viac naklonení štrukturálnym ekonomickým reformám ako doterajšie členské štáty. Za najvýznamnejšiu súčasť reformnej agendy treba pokladať reformy dôchodkového systému.

Na základe Akčného plánu pre finančné služby odstránenie fragmentácie finančných trhov by malo priniesť výhody podnikom, investorom a aj spotrebiteľom.²⁹³ Podniky tak jednoduchšie získajú kapitál v iných členských krajinách. Väčšia konkurencia povedie k lacnejšiemu kapitálu, čo sa následne premietne aj v hospodárskom raste a raste zamestnanosti.

²⁹³ <http://www.finance.gov.sk>.

Príloha 7

Obchodovanie na burze cenných papierov

Malý záujem emitentov cenných papierov o získanie kapitálu prostredníctvom vydávania nových emisií akcií je ďalším zo slabých miest slovenského kapitálového trhu. Počet nových verejných emisií akcií ako aj celkový počet pravidelne obchodovaných emisií bol nepatrný, čoho dôkazom sú údaje na obr. 55.²⁹⁴ za sledované obdobie.

Rok	Nové emisie	Navyšované zákl. imanie	Spolu
1995	68 749,77	4 642,15	73 391,93
1996	25 851,91	279,24	26 131,15
1997	10 249,72	1 632,57	11 882,29
1998	8 695,17	329,55	9 024,72
1999	488,98	1 480,47	1 969,45
2000	7 961,11	114,50	8 075,60
2001	6 874,21	3 209,56	10 083,77
2002	1 242,08	4 244,76	5 486,84
2003	3 637,71	1 994,71	5 632,42
2004	2 242,27	1 717,87	3 960,14
2005	0	278,06	278,06
2006	0	0	0

Obr. 55. Hodnota nového kapitálu v emisiách akcií prijatých na Burze cenných papierov v Bratislave

Na akciových trhoch burzy nebola zaregistrovaná v priebehu roka 2006 žiadna nová emisia a zároveň ani jeden emitent nevyužil možnosť zvýšenia ZI spoločnosti formou navyšenia objemu už registrovaných cenných papierov.

Podstatný podiel na trhu BCPB zohrávali obchody s dlhopismi. V sledovanom období sa ich podiel pohyboval v rozpätí od 80,4 % do 97,8 %, keď objem obchodov s akciami tvoril iba nepatrný pomer. Dominantný podiel obchodov s dlhopismi na všetkých burzových obchodoch mali z krajín V4 len burzy v Bratislave a Prahe.

Aj v roku 2006 obchody s dlhopismi dosiahli majoritný podiel vyše 99 % z celkového objemu obchodov. Iba malý podiel tvorili obchody s akciami a podielovými listami. Situácia je rovnaká už niekoľko rokov po sebe, čo znázorňuje obr. 56.²⁹⁵

Z údajov na obrázku vyplýva, že podiel obchodov s akciami v sledovanom období bol nízky a pohyboval sa v rozpätí od 0,21 % do 12,46 % (z celkového objemu obchodov). Výraznou charakteristikou slovenského akciového trhu je malý objem kurzotvorných obchodov v porovnaní s celkovým objemom obchodov na burze. Napríklad v roku 2003 tvoril objem kurzotvorných obchodov s akciami len 6,63 % celkového obratu akcií na BCPB. To znamená, že takmer všetky obchody na bratislavskom akciovom trhu sa uzatvárajú ako priame.

²⁹⁴ Štatistiky BCPB za roky 1995 – 2006.

²⁹⁵ Štatistiky BCPB za roky 1998 – 2006.

Rok	Objem obchodov s akciami	Kurzotvorné obchody s akciami	Objem všetkých obchodov spolu	Podiel obchodov s akciami	Podiel kurzotvorných akcií na obchodoch s akciami
	Objem v mil. SKK			Podiel v %	
1998	37 267,46	1 948,15	299 080,91	12,46	5,22
1999	20 233,57	1 756,88	188 441,29	10,73	8,68
2000	25 094,01	1 868,22	255 509,58	9,82	7,44
2001	45 765,94	2 369,97	393 480,98	11,63	5,17
2002	34 911,24	1 052,88	643 227,62	5,42	3,01
2003	24 364,64	1 615,07	1 096 728,70	2,22	6,63
2004	21 390,39	8 518,04	432 252,19	4,94	39,82
2005	2 130,76	430,20	1 001 876,42	0,21	20,18
2006	2 600,48	1 238,28	992 055,81	0,26	47,61

Obr. 56. Podiel obchodov s akciami na celkovom objeme obchodov na Burze cenných papierov v Bratislave

V našom regióne je takáto situácia obvyklá ešte na pražskej burze, na ostatných burzách pripadá na kurzotvorné obchody prevažná časť obratu – v Ľublane 63 %, vo Varšave 84 % a v Budapešti takmer 100 %. V roku 2006 síce došlo k nárastu kurzotvorných obchodov na 47,61 %, avšak ich nárast bol spôsobený celkovým poklesom obchodov s akciami (0,26 %) na bratislavskej burze.

V roku 2006 trhovú kapitalizáciu akcií a podielových listov²⁹⁶ na Burze cenných papierov v Bratislave bola nepatrná, čo zobrazuje nasledujúca obr. 57.²⁹⁷ Kapitálový trh na Slovensku je charakteristický malým počtom nových verejných ako aj pravidelne obchodovaných emisií. Investori uprednostňujú tradičné spôsoby investovania a využívajú služby komerčných bánk, alebo presúvajú svoje investičné aktivity na zahraničné trhy. Malý záujem emitentov cenných papierov o získanie kapitálu na kapitálovom trhu prostredníctvom vydávania nových emisií cenných papierov je jedným zo slabých miest slovenského kapitálového trhu.²⁹⁸ Trhová kapitalizácia akcií a podielových listov na Burze cenných papierov v Bratislave je nepatrná. Najaktívnejším obchodníkom na Burze cenných papierov v Bratislave v roku 2007 bola slovenská pobočka holandskej ING Bank N.V. s obratom obchodov vo výške 239,03 mld. SKK a 33,9-percentným podielom na všetkých obchodoch bratislavskej burzy.

Z pohľadu emisie dlhopisov na parkete Burzy cenných papierov v Bratislave z hľadiska množstva obchodovateľných emisií prevládajú dlhopisy (obchody s akciami a podielovými

²⁹⁶ Trhová kapitalizácia akcií je agregovaná trhová hodnota cenného papiera, ktorá sa rovná trhovej hodnote jednotky cenného papiera, vynásobenej celkovým počtom jednotiek akcií v obehu. Celková trhová kapitalizácia sa rovná súčtu trhových kapitalizácií jednotlivých emisií cenných papierov (akcií, dlhopisov, resp. spolu). Podiel trhovej kapitalizácie k ročnému GDP, kde TK je celková priemerná trhová kapitalizácia akcií za obdobie, alebo celková trhová kapitalizácia akcií k danému dňu. Tento ukazovateľ meria silu a výkonnosť ekonomiky. Na vyspelých trhoch vysoko prevyšuje 100 %, na Slovensku sa zatiaľ pohybuje na úrovni do 10 %. Napríklad v roku 2004 úroveň trhovej kapitalizácie kótovaných akcií na úrovni 3,53 % HDP bola najmenšia spomedzi krajín OECD, ale aj hlboko pod priemerom tejto skupiny krajín, ako aj priemerom členských štátov EÚ. I v krajinách stredoeurópskeho regiónu bola trhová kapitalizácia kótovaných akcií niekoľkonásobne väčšia ako na Slovensku (Poľsko a Maďarsko asi 18 – 20 % HDP, Česko a Rakúsko okolo 22 % HDP). Výrazne vyššiu trhovú kapitalizáciu na poľskej a českej burze pripisujeme uskutočnenej čiastočnej privatizácii strategických podnikov v oblasti telekomunikácií, plynárenstva a energetiky prostredníctvom kapitálového trhu. Podstatný objem obchodov na BCPB tvorili dlhopisy. Ich podiel predstavoval až 88,6 %, keď obchodovali s akciami, tvorili len 11,4 % z objemu uzavretých obchodov.

²⁹⁷ Správa o stave a vývoji slovenského finančného trhu za rok 2006. Národná banka Slovenska. K 31.12. 2005 cenné papiere spolu predstavovali 40 % podiel (z toho pomer k HDP u akcií a podielových listov bol 11 % a dlhopisov 29 %).

²⁹⁸ Napríklad za prvý polrok roku 2004 Úrad pre finančný trh schválil len 8 kótovacích cenných papierov a 4 kótovacie prospekty cenných papierov.

(v tis. SKK)	Kótované	Voľný trh	Spolu	Pomer k HDP (v %)
CP* spolu	494 416 551	87 328 386	581 744 937	35
Akcie a podielové listy	85 541 616	67 469 709	153 011 325	9
Dlhopisy	408 874 935	19 858 677	428 733 612	26

* CP – cenné papiere

Obr. 57. Trhová kapitalizácia k 31.12.2006 na Burze cenných papierov v Bratislave

listami sú minimálne). Rozhodujúce aktivity sú orientované na štátne cenné papiere a v štruktúre obchodov dominujú priame obchody nad kurzotvornými. Podstatnú časť obchodov tvoria štátne dlhopisy, ktoré vydáva vláda SR na krytie schodku štátneho rozpočtu. Preto sa trh na Slovensku stáva trhom štátnych cenných papierov. Napríklad vo februári 2006 tvoril podiel kótovaných dlhopisov na celkovom objeme obchodov až 99,44 %.²⁹⁹ Štátne dlhopisy sa tak stali veľmi zaujímavou investíciou, vzhľadom na pomerne vysoké výnosy pri nulovom riziku. Avšak záujem o emisie podnikových dlhopisov v porovnaní s vyspelými európskymi štátmi je zo strany slovenských podnikov malý, pretože samotnému trhu chýba dostatočná likvidita a výkonnosť. Investorom neponúka dostatočný výber investičných nástrojov či už na uzatváranie obchodov alebo zaistovanie pozícií.³⁰⁰ V roku 2007 dominovali najmä objemy obchodov s dlhopismi u týchto spoločností: ING BANK N.V. (Holandsko) prostredníctvom pobočky ING BANK N.V., pobočka zahraničnej banky, Slovenská sporiteľňa, a.s., Unicredit Bank Slovakia, a.s., Všeobecná úverová banka, a.s., Československá obchodní banka, a.s. (ČR) prostredníctvom pobočky Československá obchodní banka, a.s., pobočka zahraničnej banky v SR, HVB Bank Slovakia, a.s., Capital Invest, o.c.p., a.s., Palčo Brokers, o.c.p., a.s., Tatra banka, a.s., Dexia banka Slovensko, a.s.

V budúcnosti môžeme očakávať, že pre stredne veľké podniky by sa však kapitálový trh mohol stať prostriedkom na alternatívne získanie prostriedkov, za výhodnejších podmienok, ako poskytujú banky.

²⁹⁹ Akcie sa podieľali iba 0,18 % podielom a zvyšok (0,38 %) tvorili nekótované akcie. Napriek tomu, že v oblasti kapitálového trhu je v súčasnosti možné na Slovensku podnikat v štandardnom legislatívnom a inštitucionálnom prostredí, slovenský kapitálový trh zostáva trhom s najmenšou kapitalizáciou a objemom uzavretých obchodov v stredoeurópskom regióne a je tiež jedným z najslabších v rámci celej Európskej únie.

³⁰⁰ Hoci slovenská ekonomika zaznamenáva v posledných rokoch pozoruhodný rast a výrazné štrukturálne zmeny a postupne profituje z uskutočnených ekonomických reforiem, na slovenskom kapitálovom trhu sa tieto vplyvy takmer vôbec neprejavujú a naďalej pretrvávajú bankovo centrický charakter nášho finančného trhu.



Prípadová štúdia 2 **Financovanie vydaním emisie podnikových dlhopisov v podmienkach I.D.C Holding, a.s.**



Kapitálový trh predstavuje miesto, kde môžu akciové spoločnosti prostredníctvom vydania emisií majetkových a dlhových cenných papierov získať dlhodobý kapitál potrebný k ich ďalšiemu rozvoju. Emisiou majetkových cenných papierov – akcií – podnik získava vlastné zdroje. Emisiou dlhových cenných papierov – dlhopisov – podnik získava cudzie zdroje. Podnikom s dlhodobou tradíciou vo financovaní dlhopisovou metódou je I.D.C. Holding, a.s. Prvú emisiu dlhopisov podnik emitoval v roku 1996 vo výške 100 mil. SKK so splatnosťou štyri roky³⁰¹. Podnik doposiaľ splatné emisie splatil presne podľa emisných podmienok a investorom vyplácal kupóny podľa stanovených emisných podmienok. Na základe daných skutočností si podnik získal na kapitálovom trhu v očiach investorov povest' dôveryhodnosti.

Dobré meno podniku na slovenskom kapitálovom trhu a priaznivé podmienky na danom trhu z pohľadu emitentov boli základným predpokladom úspešnej emisie dlhopisov. Vydaním emisie cenných papierov a jej prijatím k obchodovaniu na burze cenných papierov vznikol nárok na pravidelné informácie o činnosti a hospodárskych výsledkoch emitenta. Emisia dlhopisov I.D.C. Holding, a.s. bola naplánovaná a realizovaná najmä z nasledujúcich dôvodov:

³⁰¹ Akciová spoločnosť I.D.C. emitovala ďalšie emisie v januári 2000 so splatnosťou 3 roky v objeme 100 mil. SKK, v máji 2000 so splatnosťou štyri roky v objeme 100 mil. SKK, v októbri 2003 so splatnosťou päť rokov v objeme 350 mil. SKK a v septembri 2005 so splatnosťou päť rokov v objeme 300 mil. SKK. V prípadovej štúdiu je založená na emisií dlhopisov označených ako „Dlhopisy I.D.C. Holding, a.s. 2010“, vydané dňa 20.9.2005.

- strategické zámery podniku v oblasti financovania prostredníctvom dlhodobých zdrojov,
- reštrukturalizácia existujúceho dlhu,
- priaznivá situácia na kapitálovom trhu z pohľadu emisie dlhopisov.

Samotnému zámeru získať finančné zdroje na kapitálovom trhu emisiou dlhopisov predchádzalo rozhodnutie predstavenstva akciovej spoločnosti zrealizovať reštrukturalizáciu cudzích zdrojov. V súvislosti s tým podnik oslovil vybrané finančné inštitúcie a požiadal ich o predloženie alternatívnych ponúk financovania. Nasledovali rokovania a konzultácie s finančnými inštitúciami k predloženým ponukám. Celý proces bol zavŕšený výberom vedúceho manažéra emisie dlhopisov. Úlohou manažéra, ktorým sa stala Slovenská sporiteľňa, a. s., bolo zabezpečiť pre I.D.C. Holding, a.s. vydanie dlhopisov v celkovom objeme 300 mil. SKK s dobou splatnosti 5 rokov.

Proces vydávania dlhopisov v podmienkach I.D.C. Holding, a.s.

Na základe mandátnej zmluvy, ktorá bola podpísaná medzi I.D.C. Holding, a.s. a Slovenskou sporiteľňou, sa manažér emisie zaviazal zabezpečiť vydanie dlhopisov. V rámci prípravy emisie bolo nevyhnutné:

- dohodnúť, pripraviť a podpísať kompletnú dokumentáciu, prospekt cenného papiera, emisné podmienky dlhopisov, zmluvu o upísaní dlhopisov,
- zrealizovať právny a ekonomický audit v I.D.C. Holding, a.s.,³⁰²
- zabezpečiť pre manažéra súhlas valného zhromaždenia emitenta s emisiou dlhopisov a získať schválenie Prospektu cenného papiera Úradom pre finančný trh,
- po vydaní dlhopisov požiadať Burzu cenných papierov v Bratislave, a.s. o prijatie dlhopisov na kótovaný paralelný trh cenných papierov.

I.D.C. Holding, a.s. emitovala dlhopisy vo výške 300 mil. SKK so splatnosťou v roku 2010, ako je to uvedené na obr. 58.

Počet	Menovitá hodnota dlhopisu	Dátum úhrady / Výnos dlhopisu pri ročnej úrokovej sadzbe 3,83 %				
		20.9.2006	20.9.2007	20.9.2008	20.9.2009	20.9.2010
1	1 000 000	38 300	38 300	38 300	38 300	38 300
300	300 000 000	11 490 000	11 490 000	11 490 000	11 490 000	11 490 000
Splatenie menovitej hodnoty dlhopisu						300 000 000

Obr. 58. Emisia dlhopisov I.D.C. Holding, a.s.

³⁰² Audit dokumentov – údajov o základom imaní, údajov o akcionárskej štruktúre, činnosti akciovej spoločnosti, hlavných produktoch, investíciách, súdnych sporoch, patentoch, záväzkoch pohľadávkach a bankových úveroch emitenta, postavení emitenta na domácom a zahraničnom trhu, účasti emitenta na podnikaní slovenských a zahraničných osôb, údajov o finančnej situácii a majetku emitenta podľa medzinárodných a slovenských účtovných štandardov od roku 2002, údajov o aktuálnom a predpokladanom vývoji hospodárenia a strategických zámeroch emitenta a zverejnených údajov o štatutárnych orgánoch a manažmente emitenta. Výsledky auditu boli odsúhlasené manažérom i emitentom.

Súbežne s prípravou zmluvnej dokumentácie, t. j. emisných podmienok dlhopisov a Zmluvy o upísaní dlhopisov, manažér emisie zrealizoval v spolupráci s emitentom audit podniku. Výsledky auditu boli využité nielen pre potreby a ďalšie rozhodovanie vedúceho manažéra, ale súčasne sa stali východiskovým podkladom k vypracovaniu Prospektu cenného papiera. Prospekt cenného papiera pozostával z troch samostatných dokumentov³⁰³:

- registračný dokument obsahoval nasledujúce informácie:
 - investičné a rizikové faktory spojené s emisiou dlhopisov,
 - úvahy a riziká spojené s emitentom,
 - charakteristika potravinárskeho sektora v Slovenskej republike,
 - vybrané finančné informácie o emitentovi,
 - charakteristika I.D.C. Holding, a.s. – história podniku, predmet podnikania, údaje o zázname imaní, prehľad podnikateľskej činnosti (charakteristika odšepných závodov, postavenie podniku na domácom a zahraničnom trhu, významní odberatelia a dodávatelia, marketing a smerovanie emitenta, významné ocenenia, informácie o patentoch a licenciách, údaje o nehnuteľnostiach a investíciách, údaje o finančnej situácii a majetku, organizačná štruktúra, údaje o štatutárnych orgánoch a dozorných orgánoch a iné personálne údaje, údaje o aktuálnom a predpokladanom vývoji hospodárenia, komentár k výsledkom hospodárenia predchádzajúceho a bežného roka, strategické zámery, prílohy, obsahujúce auditorské správy a individuálne a konsolidované účtovné závierky za predchádzajúce dva roky zostavené podľa metodiky IAS a IFRS³⁰⁴.
- opis cenných papierov, ktorý obsahoval informácie týkajúce sa „dlhopisov I.D.C. Holding, a.s. 2010“, t. j. emisné podmienky vypracované v súlade so zákonom o dlhopisoch³⁰⁵.
- súhrnný dokument, ktorého obsahom boli vybrané finančné údaje emitenta, rizikové faktory, stručné informácie o histórii a podnikateľskej činnosti emitenta, organizačnej štruktúre, hlavných akcionároch, manažmente a zamestnancoch vrátane sumáru emisných podmienok dlhopisov.

Emisia dlhopisov

„Dlhopisy I.D.C. Holding, a.s. 2010“ boli vydané a upísané prvými vlastníkami skôr ako Úrad pre finančný trh schválil Prospekt cenného papiera. Emitent I.D.C. Holding, a.s. totiž v zmysle emisných podmienok nevydal dlhopisy na základe verejnej ponuky a ponúkol ich na predaj vopred známym, najmä inštitucionálnym investorom, ktorých počet nepresiahol 100. Využil tak podmienky zákona o cenných papieroch umožňujúce ponúkať cenné papiere obmedzenému okruhu osôb bez predchádzajúceho schválenia Prospektu Úradom pre finančný trh. Proces získania finančných zdrojov sa tak pre emitenta urýchlil. Po odsúhlasení emisných podmienok zo strany emitenta a manažéra emisie, bolo emisii dlhopisov pridelené ISIN³⁰⁶.

³⁰³ Prospekt pozostávajúci z troch vyššie uvedených dokumentov bol v zmysle zákona o cenných papieroch predložený na schválenie Úradu pre finančný trh. Proces schvaľovania Prospektu Úradom pre finančný trh bol spolplatnený v zmysle vyhlášky MF SR č. 170/2002 Z. z. o výške poplatkov za úkony ÚFT.

³⁰⁴ International Financial Reporting Standards – Štandardy medzinárodného finančného výkazníctva

³⁰⁵ Podoba, forma a spôsob vydania dlhopisov, vyhlásenie a záväzok emitenta, ostatné záväzky emitenta, spôsob určenia výnosov z dlhopisov, splatnosť dlhopisov a ich odkúpenie, spôsob, termíny a miesto výplaty výnosov z dlhopisov, splatenie menovitej hodnoty dlhopisov, prípady neplnenia záväzkov, informácia o schôdzach vlastníkov dlhopisov, informácia o vedúcom manažérovi a administrátorovi emisie dlhopisov, informácia o zdaňovaní dlhopisov, informácia o premlčaní práv vyplývajúcich z vlastníctva dlhopisov, informácia o skutočnostiach dôležitých pre uplatňovanie práv vlastníkov dlhopisov, informácia o prijatí dlhopisov na obchodovanie.

³⁰⁶ V decembri 2007 bol zrealizovaný objem obchodov s dlhopismi I.D.C. Holding V. na kótovanom paralelnom trhu BCP v Bratislave (ISIN – SK4120004730) v sume 6 840 865 SKK.

Uvedená povinnosť vyplýva zo zákona o cenných papieroch a zákona o dlhopisoch. Následne po získaní ISIN-u boli osem dní pred dátumom emisie dlhopisov zverejnené definitívne emisné podmienky dlhopisov (obsahujúce definitívny dátum vydania a výnos z dlhopisov) v dennej tlači – Hospodárskych novinách (obr. 58).

Zverejnenie emisných podmienok vychádza zo zákonnej povinnosti (Zákon o dlhopisoch). Súčasne bola pred dátumom vydania dlhopisov podpísaná zmluvná dokumentácia medzi emitentom a vedúcim manažérom, t. j. Zmluva s administrátorom emisie a Zmluva o upísaní dlhopisov. V Zmluve o upísaní dlhopisov sa vedúci manažér emisie zaviazal zabezpečiť upísanie všetkých emitovaných dlhopisov, t. j. nadobudnutie celého objemu emisie dlhopisov prvými vlastníkami.

Prijatie dlhopisov na burzu cenných papierov

Burza cenných papierov v Bratislave, a.s organizuje obchodovanie s cennými papiermi na trhu kótovaných cenných papierov a na regulovanom voľnom trhu.³⁰⁷

Trh kótovaných cenných papierov je členený na nasledujúce segmenty:

- kótovaný hlavný trh,
- kótovaný paralelný trh,
- kótovaný nový trh.³⁰⁸

Regulovaný voľný trh nie je členený na segmenty. Platné podmienky pre prijatie a umiestnenie cenných papierov na trhoch burzy, podmienky pozastavenia prijatia a umiestnenia, ako aj skončenia obchodovania s cennými papiermi na trhoch príslušnej burzy a s tým súvisiace práva a povinnosti emitentov a burzy sú upravené v pravidlách prijímania cenných papierov na príslušné trhy burzy. Pravidlá vychádzajú zo štruktúry trhov burzy a druhov cenných papierov.

Základné podmienky pre prijatie dlhopisov na hlavný a paralelný trh burzy sú nasledujúce:

- minimálna doba podnikateľskej činnosti emitenta je 3 roky pre prijatie na hlavný trh a 2 roky pre prijatie na paralelný trh,
- objem vydannej emisie, resp. jej nesplatennej alebo konvertovanej časti je minimálne 250 mil. SKK na hlavnom trhu a 100 mil. SKK na paralelnom trhu,
- počet vlastníkov emisie prijímanej na hlavný trh je minimálne 10,
- výsledok hospodárenia emitenta na hlavnom trhu za posledné tri roky podľa auditovaných účtovných závierok je kladný a zároveň existuje predpoklad ziskovosti akciovej spoločnosti do budúcnosti, ako aj výsledok hospodárenia príslušného emitenta na paralelnom trhu za posledné dva roky podľa auditovaných účtovných závierok je kladný a existuje predpoklad ziskovosti spoločnosti do budúcnosti.

³⁰⁷ Na BCPB sa v roku 2006 obchodovalo s 5 emisiami na kótovanom hlavnom trhu, s 5 emisiami na kótovanom paralelnom trhu a s 246 emisiami na regulovanom voľnom trhu. Ku koncu roka nebola ani jedna emisia registrovaná na kótovanom novom trhu. Najúspešnejšími kótovanými akciovými emisiami v roku 2006 z pohľadu dosiahnutého finančného objemu obchodov boli tituly Istrokapitál (350,7 mil. SKK, 7 obchodov), Všeobecná úverová banka (234,5 mil. SKK, 1119 obchodov) a akcie Istrokapitál 2 (155,9 mil. SKK, 2 obchody). Na regulovanom voľnom trhu objemovo vynikala emisia 1. garantovaná 02 (355,2 mil. SKK) a s dosiahnutým počtom obchodov 1777 sa zároveň zaradila i na prvú priečku rebríčka akcií s najvyšším počtom zaznamenaných transakcií za uvedené obdobie.

³⁰⁸ Na kótovanom hlavnom trhu sú obchodované emisie akcií najprestížnejších a najväčších podnikov – tzv. blue chips. Paralelný trh je určený pre stredne veľké podniky. Kótovaný nový trh je vytvorený pre nové rýchlorastúce spoločnosti. Základnou požiadavkou vstupu na Nový trh je podoba emitenta ako akciovej spoločnosti. Nový trh sa vyznačuje nízkymi požiadavkami na históriu (existencia emitenta 1 rok), na dosiahnuté výsledky hospodárenia a veľkosť spoločnosti (10 mil. objem emisie). Naopak sa vyznačuje vysokými požiadavkami na perspektívnosť a potenciál rastu, informačné povinnosti (štvrtročné predkladanie účtovnej závierky burze) a na existenciu tzv. tvorcu trhu – ktorý podporuje likviditu obchodovania s akciami emitenta. Vstup spoločnosti na kapitálový trh vzniká umiestnením akcií Initial Public Offering – IPO (verejným úpisom akcií).

Výhody a nevýhody vyplývajúce z obchodovania dlhopisov na kótovanom paralelnom trhu burzy

Výhodou je, že cenné papiere emitentov umiestnené na kótovanom hlavnom a paralelnom trhu burzy sú spravidla likvidnejšie, emitenti sú vďaka svojej informačnej otvorenosti transparentnejší a ľahšie čitateľní pre potenciálnych investorov. Súčasne sa tak rozširujú a zlepšujú ich možnosti získať (popri klasických formách financovania prostredníctvom úverov) dodatočné zdroje pre svoje podnikateľské aktivity na kapitálovom trhu aj v budúcom období.

Medzi nevýhody patrí vyšší ročný burzový poplatok na kótovanom paralelnom trhu v porovnaní s ročným burzovým poplatkom na regulovanom voľnom trhu. Vo všeobecnosti všetky spoločnosti, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na kótovanom hlavnom alebo paralelnom trhu burzy, majú v porovnaní s ostatnými subjektmi, pôsobiacimi na trhu, viac oznamovacích a informačných povinností, čím sú súčasne znevýhodnení a vystavení väčším tlakom zo strany svojich konkurentov.

Vzhľadom na skutočnosť, že v emisných podmienkach dlhopisov sa emitent zaviazal podať žiadosť na Burzu cenných papierov v Bratislave, a.s. o prijatie dlhopisov na jej kótovaný paralelný trh, zabezpečil vedúci manažér emisie (ktorý je zároveň členom burzy) v mene emitenta všetky potrebné úkony a náležitosti potrebné pre prijatie dlhopisov na kótovaný paralelný trh burzy.

Ihneď po schválení Prospektu cenného papiera Úradom pre finančný trh a jeho následnom zverejnení (táto povinnosť vyplýva zo zákona o cenných papieroch) bola žiadosť o prijatie dlhopisov na kótovaný paralelný trh predložená na Burzu cenných papierov v Bratislave, a.s. Po zaplatení jednorazového burzového poplatku za prijatie emisie dlhopisov na kótovaný paralelný trh burzy a poplatku za umiestnenie dlhopisov na tomto trhu sa začalo „Dlhopismi I.D.C. Holding, a.s. 2010“ na burze obchodovať.

Umiestnením podnikových dlhopisov na trh kótovanom paralelnom trhu burzy vznikli emitentovi³⁰⁹ informačné povinnosti voči investorom a burze, ktoré sú detailne stanovené v Pravidlách pre prijatie dlhopisov na kótovaný hlavný a paralelný trh burzy. Medzi najdôležitejšie informačné povinnosti patria nasledujúce:

- zverejňovacie povinnosti:
 - polročná a ročná správa o hospodárení (jej obsah bližšie určuje zákon o cenných papieroch),
 - okrem vlastnej účtovnej závierky aj konsolidovaná účtovná závierka (ak ju emitent zostavuje).
- oznamovacie povinnosti, ktoré burza zverejní:
 - všetky informácie, ktoré môžu mať významný vplyv na finančnú situáciu emitenta a môžu viesť k podstatným zmenám v kurze cenného papiera,
 - návrh na zmenu stanov, zakladateľskej zmluvy alebo zakladateľskej listiny,
 - rozhodnutie o vyplácaní výnosov z cenných papierov, o splácaní cenných papierov, o vydaní nových cenných papierov,
 - informácie o prijatých úveroch a o ich zabezpečení.
- Ďalšie oznamovacie povinnosti:
 - presná výška výnosu na nasledujúcu výplatu výnosu (v prípade pohyblivej úrokovej sadzby na určenie výnosu),
 - informácie týkajúce sa výnosov z dlhopisov alebo istiny (oneskorenie výplaty výnosov, nevyplatenie výnosov alebo istiny),
 - rozhodnutie o zmene náležitostí dlhopisov,

³⁰⁹ Emitentom je I.D.C. Holding, a.s.



EMISNÉ PODMIENKY DLHOHISOV

Dlhohisy s pevnou úrokovou sadzbou splatné v roku 2010 v celkovom objeme 300.000.000,00 Sk, ISIN: SK4120004730 séria 01 (ďalej len „**Dlhohisy**“, pričom tento pojem zahŕňa aj jeden, „**Dlhohis**“), ktoré sú vydávané spoločnosťou I.D.C. Holding, a.s., so sídlom Drieňová 3,821 01 Bratislava, IČO: 35 706 686, zapísanou v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel: Sa, vložka číslo: 1257/B (ďalej len, „**Emitent**“), sa riadia týmito emisnými podmienkami Dlhohisov (ďalej len, „**Emisné podmienky**“).

1. Podoba, forma a spôsob vydania Dlhohisov

(a) Dlhohisy majú podobu zaknihovaného cenného papiera evidovaného v evidencii podľa § 10 ods. 4 písm. a) zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších právnych predpisov (ďalej len, „**Zákon o cenných papieroch**“) v Centrálnom depozitári cenných papierov SR, a.s., vo forme na doručiteľa v zmysle Zákona o cenných papieroch a budú vydané v menovitej hodnote 1.000.000,00 Sk (ďalej len, „**Menovitá hodnota Dlhohisov**“), v počte 300 kusov. Dlhohisy budú vydané výhradne v slovenských korunách. Názov Dlhohisov je, Dlhohisy I.D.C. Holding, a.s. 2010“. Účelom použitia prostriedkov získaných vydaním Dlhohisov, ktoré budú na základe príslušných zmlúv uhradené na účet Emitenta bezhotovostným prevodom k Dátumu vydania Dlhohisov (ako je definovaný nižšie), je reštrukturalizácia existujúceho dlhu Emitenta. Celková menovitá hodnota emisie a najvyššia suma Menovitých hodnôt Dlhohisov bude 300.000.000,00 Sk. Emisný kurz Dlhohisov bol stanovený na 100 % Menovitej hodnoty Dlhohisov. Všetky odkazy na „Sk“ alebo „slovenskú korunu“ v týchto Emisných podmienkach sú odkazmi na zákonnú menu Slovenskej republiky. Emisent podá žiadosť na Burzu cenných papierov v Bratislave, a.s., so sídlom Vysoká 17, 811 06 Bratislava, IČO: 00 604 054, zapísanou v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel: Sa, vložka číslo: 117/B (ďalej len, „**Burza**“), a prijatie Dlhohisov na jej kótovaný paralelný trh. Emisia Dlhohisov bola schválená riadnym valným zhromaždením Emitenta dňa 6. júna 2005.

(b) Dlhohisy nebudú vydané na základe verejnej ponuky a budú ponikávané v Slovenskej republike vopred známym investorom, ktorých počet nepresiahne sto, prostredníctvom Vedúceho manažéra (ako je definovaný nižšie), ktorý obstaráva pre Emitenta vydanie Dlhohisov, a s tým súvisiace služby, a to v jeho sídle, počínajúc siedmym dňom pred Dátumom vydania Dlhohisov až do dňa Dátumu vydania Dlhohisov, ktorý bude zároveň aj dátumom začiatku vydávania Dlhohisov. Dátumom vydania cenných papierov bude 20. september 2005 (ďalej len, „**Dátum vydania Dlhohisov**“). Predpokladaná lehota vydávania a zápisu Dlhohisov na úchy prvých Majiteľov Dlhohisov (ako sú definované nižšie), vedené v Centrálnom depozitári cenných papierov SR, a.s. alebo na úchy prvých Majiteľov Dlhohisov vedené príslušným členmi Centrálného depozitára cenných papierov SR, a.s., je jeden deň, a to deň Dátumu vydania Dlhohisov. Výsledky vydania Dlhohisov budú uverejnené na verejne dostupnom mieste v sídle Emitenta v deň nasledujúci po dni Dátumu vydania Dlhohisov. Peňažné prostriedky na splatenie Menovitej hodnoty Dlhohisov a vyplatenie Výnosov z Dlhohisov (ako sú definované nižšie) budú zabezpečené výkonom podnikateľskej činnosti Emitenta a realizáciou výnosov z inej plnyúch.

(c) Prevoditeľnosť Dlhohisov nie je obmedzená. K Dlhohisom sa neviažu žiadne predkupné, ani výmenné práva. Za splatenie Menovitej hodnoty Dlhohisov alebo za vyplácanie Výnosov z Dlhohisov neprevzala záruk žiadna právnická alebo fyzická osoba. Spoločný zástupca Majiteľov Dlhohisov nebol ustanovený. Pred podaním žiadosti o schválenie Súhrnného dokumentu, Opisu cenných papierov a Registračného dokumentu, pričom tieto tri dokumenty tvoria Prospekt, v súvislosti s emisiou Dlhohisov na Úrad pre finančný trh neboli Dlhohisy prijaté na kótovaný alebo iný trh žiadnej burzy cenných papierov, ani sa s nimi neobchádzalo na žiadosť zahraničným regulovanom verejnom trhu.

(d) Dlhohisy budú vydané v súlade so zákonom č. 530/1990 Zb. o dlhohisov v znení neskorších právnych predpisov a Majitelia Dlhohisov majú len práva a povinnosti vyplývajúce z tohto zákona a z týchto Emisných podmienok. S Dlhohismi sa pre Majiteľov Dlhohisov neviažu žiadne ďalšie vplyhy.

(e) Majitelia Dlhohisov budú osoby, ktoré budú evidované ako majitelia Dlhohisov na účte majiteľa vedenom Centrálnym depozitárom cenných papierov SR, a.s., so sídlom ul. A, 814 80 Bratislava, IČO: 31 338 976, zapísaným v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel: Sa, vložka číslo: 493/B, alebo v akejkoľvek inej zákonnej evidencii cenných papierov (ďalej len, „**CDCP**“) alebo na účte majiteľa vedenom členom CDČP (ďalej len, „**Majitelia Dlhohisov**“, pričom tento pojem zahŕňa aj jedného „**Majiteľa Dlhohisov**“). K prevodu Dlhohisov dochádza registráciou prevodu vykonaného CDČP alebo členom CDČP.

2. Stav

Dlhohisy zakladajú práve, všeobecné, nezabezpečené a nepodmiernené záväzky Emitenta, ktoré sú vzájomne rovnocenné (pari passu) a budú vždy postavené aspoň na roveň (pari passu) so všetkými inými súčasnými a budúcnými nezabezpečenými, nepodmiernenými a nepodriadenými záväzkami Emitenta, s výnimkou tých záväzkov Emitenta, o ktorých tak ustanoví kogentné ustanovenie právnych predpisov.

3. Vyhľadanie záväzkov Emitenta

Emisent týmto vyhlásuje, že dlhuje Menovitou hodnotu Dlhohisov a Výnosy z Dlhohisov Majiteľom Dlhohisov a zaväzuje sa im vyplácať Výnosy z Dlhohisov a splatiť Menovitou hodnotu Dlhohisov v súlade s týmito Emisnými podmienkami.

4. Ostatné záväzky Emitenta

(a) Emisent sa zaväzuje, že pokiaľ nebude splatená Menovitá hodnota Dlhohisov alebo Výnosy z Dlhohisov

bezodkladne doručí Burze a Administrátorovi (ako je definovaný nižšie) informácie, týkajúce sa jeho finančnej situácie a podnikateľskej činnosti primerane priebežne požadované Administrátorom a všetky informácie predkladané na Úrad pre finančný trh, resp. akýkoľvek iný orgán, ktorý prevezme pôsobnosť tohto úradu v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov a Burzu podľa príslušných právnych predpisov.

(b) Finančná situácia Emitenta na základe auditovaných individuálnych (Statutárnych) výsledkov Emitenta zosťavených podľa slovenských účtovných štandardov (ďalej len, „**SAS**“) alebo medzinárodných štandardov pre finančné výkazníctvo (ďalej len, „**IFRS**“), podľa toho, ktoré z nich bude Emisent zostavovať, pričom v prípade, že bude Emisent zostavovať obidve, budú sa brať do úvahy výsledky podľa IFRS bude vždy taká, že (a) suma záväzkov v pasívach Emitenta nikdy nepresiahne úroveň 70 % celkových aktív Emitenta a (b) vlastné imanie Emitenta bude vždy najmenej 750 miliónov Sk.

(c) Emisent sa zaväzuje do doby úplného splatenia všetkých svojich záväzkov z Dlhohisov dodržiavať ak koncu príslušného roka nasledovné limity, definované na základe auditovaných konsolidovaných výsledkov Emitenta zosťavených podľa SAS alebo IFRS, podľa toho, ktoré z nich bude Emisent zostavovať, pričom v prípade, že bude Emisent zostavovať obidve, budú sa brať do úvahy výsledky podľa IFRS: (a) koeficient úrokového krytia, definovaný ako pomer EBIT (pre účely IFRS definovaný ako riadok Výkazu ziskov a strát - Zisk pred úrokmi a zdanením) k nákladovým úrokom v minimálnej výške 1,7 a (b) pomer vlastného imania k celkovým pasívam vo výške minimálne 0,25.

(d) Emisent sa zaväzuje, že bez súhlasu Majiteľov Dlhohisov neprejde, ani iným spôsobom neprevedie významnú časť svojich aktív (pričom pod pojmom „významná časť aktív“ sa rozumie nad 25 % z celkových aktív Emitenta podľa IFRS) a zabezpečí, že žiadna z jeho dcérskych spoločností neprevedie akúkoľvek časť svojich aktív, ktoré predstavujú významnú časť z aktív Emitenta na konsolidovanom základe.

(e) Emisent sa zaväzuje, že bude uskutočňovať všetky svoje činnosti tzv. spôsobom „going concern“ t. j. tak, aby bola zachovaná jeho ďalšia existencia a bude dodržiavať zákony týkajúce sa životného prostredia platné v Slovenskej republike.

5. Spôsob určenia Výnosov z Dlhohisov

(a) Dlhohisy budú odo dňa Dátumu vydania Dlhohisov určené pevnou úrokovou sadzbou vo výške 3,83 % p.a. (ďalej len, „**Úroková sadzba**“). Výnosy z Dlhohisov, ktorých výšku na príslušné Úrokové obdobie (ako je definované nižšie) vypočíta Administrátor ako súčin Úrokového sadzby Menovitej hodnoty Dlhohisov (ďalej len, „**Výnosy z Dlhohisov**“), budú vyplácané vždy ročne k 20. septembru príslušného roka (ďalej každý ako, „**Termín výplaty**“) v súlade s článkom 7 týchto Emisných podmienok. Výnosy z Dlhohisov budú Majiteľom Dlhohisov vyplácané späť za príslušné Úrokové obdobie, a to prvýkrát ku dňu 20. septembra 2006 až do dňa úplného splatenia Výnosov z Dlhohisov. Úrokovým obdobím sa rozumie obdobie od Dátumu vydania Dlhohisov do prvého Termínu výplaty a obdobie od Termínu výplaty do ďalšieho Termínu výplaty (ďalej každé ako, „**Úrokové obdobie**“).

(b) Pre účely výpočtu úrokových výnosov príslušným k Dlhohisom za obdobie kratšie ako jeden rok sa vychádza z toho, že jeden rok má 360 dní, rozdelených do dvanásť mesiacov, pričom každý mesiac má tridsať dní, pričom v prípade neúplného mesiaca sa bude vychádzať z počtu skutočne uplynulých dní (30E/360).

(c) Dlhohisy prestanú byť úročné k dátumu ich splatnosti, ak dôjde k úplnému splateniu Menovitej hodnoty Dlhohisov a Výnosov z Dlhohisov. Ak nedôjde k úplnému splateniu Menovitej hodnoty Dlhohisov a Výnosov z Dlhohisov, budú nadálej úročené Úrokovou sadzbou, pričom všetky čiastky splatné v súvislosti s Dlhohismi nebudú uhradené Majiteľom Dlhohisov.

6. Splatnosť Dlhohisov a ich odkúpenie

(a) Menovitá hodnota Dlhohisov bude jednorazovo splatná dňa 20. septembra 2010 (ďalej len, „**Termín splatnosti Menovitej hodnoty Dlhohisov**“).

(b) Emisent si nevyhradzuje možnosť predčasného splatenia Menovitej hodnoty Dlhohisov a vyplatenie pomernej časti Výnosov z Dlhohisov. Emisent sa nezáväzuje Majiteľom Dlhohisov, že na ich požiadanie splati Menovitou hodnotu Dlhohisov a vyplati pomernú časť Výnosov z Dlhohisov pred určeným Termínom splatnosti Menovitej hodnoty Dlhohisov a určeným Termínom výplaty s výnimkou záväzku Emitenta predčasne splatiť všetky Dlhohisy v ich Emisivej hodnote vrátane pomernej časti Výnosov z Dlhohisov, ak ho o to požiadajú Majitelia Dlhohisov v súlade s článkom 8 týchto Emisných podmienok.

(c) Emisent má každýkoľvek pred Termínom splatnosti Menovitej hodnoty Dlhohisov právo na odkúpenie ktoréhokoľvek z Dlhohisov na sekundárnom trhu za akúkoľvek tržbovú cenu. S takto odkúpenými Dlhohismi môže Emisent nakladať len v súlade s právnymi predpismi platnými k dátumu ich odkúpenia.

7. Spôsob, termíny a miesto výplaty Výnosov z Dlhohisov a splatenia Menovitej hodnoty Dlhohisov

(a) Emisent sa zaväzuje vyplácať Výnosy z Dlhohisov a splatiť Menovitou hodnotu Dlhohisov (i) v slovenských

korunách alebo (ii) v inej mene, a to v súlade s príslušnými právnymi predpismi prijatými v súvislosti so zánikom slovenskej koruny v prípade, ak v čase výplaty Výnosov z Dlhopisov a/alebo splatenia Menovitej hodnoty Dlhopisov nebude slovenská koruna existovať ako platná a uznaná mena. Výnosy z Dlhopisov budú vyplácané a Menovitá hodnota Dlhopisov bude splatená Majiteľom Dlhopisov v súlade s daňovými a inými príslušnými právnymi predpismi Slovenskej republiky.

(b) Výplata Výnosov z Dlhopisov bude realizovaná k Termínu výplaty a splatenie Menovitej hodnoty Dlhopisov bude realizované k Termínu splatnosti Menovitej hodnoty Dlhopisov v súlade s týmito Emisnými podmienkami, a to v oboch prípadoch prostredníctvom Administrátora v jeho sídle (platobné miesto). Administrátor bude zároveň zabezpečovať všetky výpočty súvisiace s určením Výnosov z Dlhopisov v súlade a za podmienok uvedených v týchto Emisných podmienkach.

(c) Výnosy z Dlhopisov a Menovitá hodnota Dlhopisov budú vyplácané osobám, ktoré budú preukázateľne Majiteľmi Dlhopisov podľa aktuálnej evidencie Dlhopisov vedenej CDCP alebo členom CDCP ak konca pracovnej doby CDCP v príslušný Rozhodný deň (ako je definovaný nižšie) (ďalej len „**Oprávnená osoba**“). Rozhodný deň znamená (i) tridsiaty kalendárny deň pred príslušným Termínom výplaty (vynímajúc), alebo (ii) tridsiaty kalendárny deň pred Termínom splatnosti Menovitej hodnoty Dlhopisov (vynímajúc), alebo (iii) jeden pracovný deň pred dňom oznámeným Administrátorom Burze (vynímajúc), ako deň uskutočnenia platby, ktorá sa má vykonať v dôsledku použitia článku 8 týchto Emisných podmienok, alebo (iv) jeden pracovný deň pred dňom oznámeným Administrátorom Burze (vynímajúc) ako deň konania Schôdze Majiteľov Dlhopisov (ako je definovaná nižšie) (ďalej len „**Rozhodný deň**“).

(d) Administrátor bude vykonávať výplatu Výnosov z Dlhopisov a výplatu Menovitej hodnoty Dlhopisov Oprávněným osobám bezhotovostným prevodom na ich účet vedený v banke alebo pobočke zahraničnej banky so sídlom v Slovenskej republike podľa inštrukcií, ktoré príslušná Oprávněná osoba oznámi Administrátorovi vieraňdným spôsobom najneskôr päť pracovných dní pred Termínom výplaty alebo Termínom splatnosti Menovitej hodnoty Dlhopisov. Ak Oprávněná osoba nedoručí Administrátorovi takéto inštrukcie, bude sa vychádzať z toho, že si Oprávněná osoba zvolila odbrázenie príslušnej úhrady v hotovosti v sídle Administrátora. Administrátor bude oprávnený požadovať, aby (i) akokoľvek Oprávněná osoba v prípade prijatia hotovosti preukázala svoju totožnosť a (ii) Oprávněná osoba, v prípade, ak koná prostredníctvom zástupcu, doručila úradne osvedčené plnomocenstvo. Napriek právam Administrátora podľa predchádzajúcej vety, Administrátor nebude povinný (A) overiť právu inštrukcií podľa tohto bodu, (B) niešť zodpovednosť za škodu vzniknutú v súvislosti s akýmkoľvek omeškaním, vzniknutým v súvislosti s doručením nesprávnych, neaktuálnych a/alebo nejdlných inštrukcií, a/alebo (C) niešť zodpovednosť za škodu vzniknutú v súvislosti s ovetovaním podľa písmen (i) a (ii) tohto bodu.

(e) Pre účely týchto Emisných podmienok sa za pracovný deň považuje deň, kedy sú banky alebo pobočky zahraničných bánk v Bratislave otvorené a kedy sú vysporiadané medzibankové obchody. Ak Termín výplaty, Termín splatnosti Menovitej hodnoty Dlhopisov alebo Rozhodný deň neprípadne na pracovný deň, za Termín výplaty, Termín splatnosti Menovitej hodnoty Dlhopisov alebo Rozhodný deň bude považovaný nasledujúci pracovný deň s tým, že v takom prípade k Dlhopisom nevznikne žiadny dodatočný úrok, pokiaľ nie je úhrada vykonaná neskôr, než nasledujúci pracovný deň.

8. Prípady neplnenia záväzkov

Ak nastane a bude pretrvávajúť akýkoľvek z nasledovných prípadov:

(a) Neplnenie

Akokoľvek čiastka menovitej hodnoty Dlhopisov alebo výnosov z Dlhopisov nieje uhradená do 14 kalendárnych dní od dátumu jej splatnosti; alebo

(b) Porušenie ostatných záväzkov

Emitent sa omešká v plnení alebo dodržiavaní akéhokoľvek z jeho ďalších záväzkov z Dlhopisov, vrátane akéhokoľvek zo záväzkov uvedených v článku 4 týchto Emisných podmienok, alebo Zmluvy s Administrátorom, ktorú Emitent s Administrátorom (ako je definovaný nižšie) uzavrel alebo v súvislosti s nimi a takéto omeškanie Emitent nenaravil po dobu dlhšiu než 30 kalendárnych dní odo dňa kedy bol Emitent na túto skutočnosť upozomený akýmkoľvek Majiteľom Dlhopisov listom doručeným Emitentovi alebo Administrátorovi; alebo

(c) Krížové neplnenie Emitenta (Cross-default)

Pokiaľ akýkoľvek splatný záväzok Emitenta v celkovej čiastke prevyšujúcej 125 miliónov slovenských korun (alebo ekvivalent tejto hodnoty v akékoľvek inej mene), nebude Emitentom splatený i napriek predchádzajúcemu upozomeniu Emitenta veriteľom na skutočnosť, že takáto čiastka je splatná a pokiaľ uvedená čiastka zostane nesplatená dlhšie než 30 kalendárnych dní odo dňa doručenia písomného upozomenia na skutočnosť, že v dôsledku nesplatenia tejto čiastky si veriteľ uplatňuje právo požadovať predčasné splatenie tejto čiastky dlhu veriteľovi alebo dňa, ku ktorému uplynie poskytnutý odklad, alebo ktorý bol stanovený dohodou medzi Emitentom a príslušným veriteľom, pokiaľ by Emitent v dobrej viere neuplatnil námietky proti takému záväzku z oprávnených dôvodov a predpísaným spôsobom a uskutočnil platbu do 30 kalendárnych dní odo dňa vykonateľnosti rozhodnutia, ktorým bol uznaný povinným plniť; alebo

(d) Platobná neschopnosť

V akomkoľvek prípade z nasledovných: (i) Emitent podá návrh na vyhlásenie konkurzu alebo obdobné konanie účelom ktorého je speňaženie majetku dlžníka a kolektívne uspokojenie veriteľov alebo postupné uspokojenie veriteľov dohodnuté v reštrukturalizačnom pláne podľa platného zákona č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších právnych predpisov (ďalej len „**Obdobné konanie**“) na svoj majetok; (ii) na majetok Emitenta je súdom v Slovenskej republike vyhlásený konkurz alebo Obdobné konanie; (iii) návrh na vyhlásenie konkurzu na majetok Emitenta je súdom v Slovenskej republike zamietnutý výlučne z dôvodu, že Emitentov majetok by nekrýl ani náklady a výdavky spojené s konkurzným konaním; alebo

(iv) Emitent navrhne alebo vykoná akikoľvek dohodu o odklade, o opätovnom zostavení časového harmo-

nogramu alebo inej úprave všetkých svojich dlhov (ktoré nebude schopný uhradiť čase splatnosti); alebo

(e) Likvidácia

Je vydané právoplatné rozhodnutie súdu v Slovenskej republike alebo prijaté uznesenie valného zhromaždenia

Emitenta o zrušení Emitenta s likvidáciou; alebo

(f) Wastnctvo

Dôjde k zmene akcionárskej štruktúry viac ako 51 % všetkých emitovaných akcií

Emitenta alebo hlasovacích práv spojených s akciami Emitenta; alebo

(g) Vykonačie konanie

Dôjde k pozastaveniu s nakladaním, výkonu rozhodnutia alebo exekúcií, resp. inému podobnému právnemu

konaniu, na akikoľvek časť majetku, aktív alebo výnosov Emitenta alebo voči akékoľvek časti jeho majetku,

aktív alebo výnosov Emitenta a nedokáže k jeho zastaveniu do 60 kalendárnych dní, pričom v akomkoľvek takomto prípade sa hodnota takéhoto majetku, aktív alebo výnosov rovná alebo prevyšuje sumu 125 miliónov slovenských korun (alebo jej ekvivalent v akékoľvek mene); alebo

(h) Vymáhanie zabezpečenia

Akokoľvek záložné právo alebo iné zabezpečenie poskytnuté Emitentom sa stane

vymáhateľným i je vykonávaný akokoľvek úkon smeňujúci k jeho vymáhaniu, pričom v akomkoľvek takomto prípade sa čiastka zabezpečená príslušným záložným

právom alebo iným zabezpečením rovná alebo prevyšuje sumu 125 miliónov slovenských korun (alebo jej ekvivalent v akékoľvek mene); alebo

(i) Nezákonnosť

Plnenie ktoréhokoľvek zo záväzkov Emitenta podľa týchto Emisných podmienok alebo podľa Zmluvy s Admini-

strátorom je alebo sa stane pre Emitenta nezákonným, alebo je takýto záväzok neplatný alebo spochybňený

tak: v prípade akéhokoľvek z prípadov uvedených v tomto bode vyššie, Majitelia Dlhopisov, ktorí sú k príslušnému

Rozhodnému dňu Majiteľmi Dlhopisov, ktorých Menovitá hodnota je najmenej 51 % celkovej čiastky Menovitej

hodnoty nesplatených Dlhopisov môžu Uznesením Schôdze Majiteľov Dlhopisov v zmysle Zmluvy s Admini-

strátorom vyhlásiť Menovitú hodnotu všetkých vtedy nesplatených Dlhopisov vrátane pomernej časti Výnosov Dlhopisov

za predčasne splatené a požadovať Emitenta o predčasné splatenie Menovitej hodnoty Dlhopisov a pomernej časti Výnosov Dlhopisov prostredníctvom písomného oznámenia doručeného Emitentovi a Administrátorovi.

9. Schôdze Majiteľov Dlhopisov

Zmluva s Administrátorom obsahuje ustanovenia upravujúce Schôzde Majiteľov

Dlhopisov (každé takéto zasadnutie ďalej len „**Schôzda Majiteľov Dlhopisov**“), ktoré môže byť zvolané

s cieľom zväzovania a rozhodnutia akýchkoľvek záležitostí, týkajúcich sa Dlhopisov v súlade s platnými právnymi

predpismi. Akokoľvek takéto rozhodnutie môže byť prijaté Uznesením (ako je definované v Zmluve s Admini-

strátorom). Schôzde Majiteľov Dlhopisov v súlade s ustanoveniami Zmluvy s Administrátorom. Akokoľvek

radne prijaté Uznesenie Schôzde Majiteľov Dlhopisov bude po jeho zverejnení záväzné pre všetkých Majiteľov

Dlhopisov bez ohľadu na to, a ša Schôzde Majiteľov Dlhopisov, na ktorom bolo takéto uznesenie prijaté, zú-

častnila alebo nie.

10. Vedúci manažér a Administrátor emisie Dlhopisov

Vydanie a upísanie Dlhopisov, a s tým súvisiace služby obstaráva pre Emitenta spoločnosť Slovenská sporiteľňa,

a.s., so sídlom Suché mýto 4, 816 07 Bratislava,

IČO: 00 151 653, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel: Sa, vložka č.: 601/B,

obchodník s cennými papiermi („**Vedúci manažér**“), ktorá zároveň vykonáva funkciu Administrátora podľa

Zmluvy s Administrátorom

(„**Administrátor**“).

11. Zďanovanie

Výnosy z Dlhopisov budú zďanované v zmysle platných právnych predpisov Slovenskej republiky v čase ich

vyplácania.

12. Premlčanie

Práva z Dlhopisov, vrátane splatenia Menovitej hodnoty Dlhopisov a vyplatenia Výnosov z Dlhopisov sa premi-

žujú uplynutím desiatich rokov odo dňa ich splatnosti.

13. Oznámenia

Skutočnosti dôležité pre uplatňovanie práv Majiteľov Dlhopisov budú uverejňované v periodickej tlači s celo-

štátnou pôsobnosťou uverejňujúcou burzové správy.

14. Rozhodné právo, jazyk

Akokoľvek práva a záväzky vyplývajúce z Dlhopisov sa budú spravovať, interpretovať a vykladať v súlade s práv-

ným poriadkom Slovenskej republiky. Tieto Emisné

podmienky môžu byť preložené do anglického a/alebo iných jazykov. V prípade akýchkoľvek rozporov medzi

rôznymi jazykovými verziami bude rozhodujúca slovenská verzia.

S investíciou do Dlhopisov je spojené riziko a doterajšie údaje propagujú výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Tieto Emisné podmienky nie sú akýmkoľvek oznámením v zmysle verejnej ponuky podľa § 120 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

- rozhodnutie o uplatnení predčasného splatenia časti alebo celého objemu dlhopisov,
- nadobudnutie časti alebo celého objemu dlhopisov emitentom,
- podrobnosti k prípadnej konverzii dlhopisov na akcie,
- informácie o výkone práv z vymeniteľných dlhopisov a o zmenách v právach spojených s akciami, ktoré môžu byť nadobudnuté za tieto vymeniteľné dlhopisy,
- údaje o počte vlastníkov dlhopisov,
- informácie o konaní valného zhromaždenia (program, dátum rozhodujúceho dňa na uplatnenie práva účasti akcionára na valnom zhromaždení, zmeny stanov, informácie o priebehu valného zhromaždenia),
- personálne zmeny členov štatutárneho orgánu, členov dozornej rady a vedúcich zamestnancov,
- rozhodnutie o splynutí, zlúčení, rozdelení, zrušení spoločnosti alebo o akomkoľvek spôsobe transformácie spoločnosti,
- údaje o rozdelení zisku,
- údaje o výplate dividend (ak je emitentom akciová spoločnosť, musí poskytnúť aj tieto údaje).
- auditované ročné účtovné závierky v plnom znení podľa slovenských účtovných štandardov aj podľa medzinárodných štandardov (ak ich emitent pripravuje), výrok a správa audítora,
- výročná správa,
- polročne Súvahy v plnom rozsahu, Výkaz ziskov a strát v plnom znení,
- zmena v štruktúre a podobe vydaných cenných papierov (údaje o vydaní nových cenných papierov),
- zmeny v zápise v obchodnom registri,
- označenie osôb, ktoré majú viac ako 1 %-ný podiel na základnom imaní emitenta, s ktorým je spojené hlasovacie právo,
- prijatie cenných papierov emitenta k obchodovaniu na inom organizovanom trhu.

V prípade umiestnenia cenných papierov na trh burzy CP vyplývajú pre emitenta náročné požiadavky. Práve tieto kritéria mnohé slovenské podniky odrádzajú k získaniu kapitálu touto formou.

Splatenie dlhopisov

Emitent sa môže rozhodnúť o forme splatenia dlhopisov na základe jeho aktuálnej finančnej situácie a predpokladaného budúceho vývoja. Spôsob splatenia dlhopisov je vždy súčasťou dlhodobého (strategického) finančného plánu zostaveného ešte pri príprave emisie. Jeho detailné dodržanie však závisí od aktuálnej situácie emitenta v čase splatnosti emisie. V prípade celového alebo čiastočného splatenia novou emisiou alebo úverom začína emitent rokovania s finančnými inštitúciami o týchto možnostiach s dostatočným časovým predstihom.

Dlhopisy môžu byť splatené z nasledujúcich zdrojov:

- splatenie z vlastných zdrojov,
- čiastočné splatenie z vlastných a cudzích zdrojov,
- splatenie z cudzích zdrojov formou novej emisie alebo úveru.

Na základe uvedených skutočností spoločnosť I.D.C. Holding patrí k jedným z málo spoločností na trhu BCPB, ktoré financujú podnik emisiou dlhopisov. Z pohľadu tejto formy na slovenskom trhu majú dominantné postavenie štátne dlhopisy, ktoré slúžia na krytie deficitu štátneho dlhu.

Životopis

Dr. h. c. prof. PhDr. Ing. Štefan Kassay, DrSc.

autor pentalógie Podnik a podnikanie



Motto: *Mojim životným krédom je symbióza vedy a praxe. Všetko, o čom teoreticky uvažujem, musí mať aplikačný výstup. Som presvedčený o tom, že zmyslom vedy je rozširovať poznanie a napomáhať praxi.*

www.kassay.eu

Štefan Kassay, člen Európskej akadémie vied a umení, sa narodil 11. júla 1941 v Miškolci, Maďarsko. V priebehu rokov bol konštruktérom, stredoškolským učiteľom, televíznym redaktorom a zahraničným spravodajcom Československej televízie v Budapešti, bývalej Juhoslávii a Rumunsku, šéfredaktorom Hlavnej redakcie ČST programov zo zahraničia, riaditeľom Ústredia novinárskych informácií v Prahe a Bratislave, riaditeľom Central European Development Company so sídlom vo Veľkej Británii, docentom na univerzitách v Trenčíne a Banskej Bystrici, profesorom na Žilinskej univerzite v Žiline. Vysokoškolské vzdelanie získal na Strojnickej fakulte TU v Košiciach (Ing.), Fakulte žurnalistiky, Karlovej univerzity v Prahe (PhDr.), STU v Bratislave (CSc.), Ekonomickej fakulte UMB v Banskej Bystrici (docent), SAV v Bratislave (DrSc.), Žilinskej univerzite v Žiline (profesor).

V roku 2010 mu bol na TU v Košiciach udelený čestný titul Doctor honoris causa (Dr. h. c.). Pôsobil ako školiteľ na viacerých vysokých školách: UCM v Trnave, UMB v Banskej Bystrici, UNI-ZA v Žiline a TU v Košiciach. V tom istom roku bol zvolený za akademika Európskej akadémie vied a umení v Salzburgu.

Jeho pracovná kariéra je spätá s podnikateľskou aktivitou, s vedecko-výskumnou, pedagogickou a publikačnou činnosťou. Vybudoval medzinárodne uznávanú nadnárodnú korporáciu I.D.C. Holding, a. s. s výrobnými závodmi v Sereďi, Trnave, Holíči a Cíferi. V prvom období bol generálnym riaditeľom, neskôr predsedom dozornej rady. V podniku rozpracoval koncepciu znalostného manažmentu a uviedol jej realizáciu do praxe. Výsledky jeho vedecko-výskumnej práce prispievajú k zvyšovaniu výkonnosti podniku a k rozvoju podnikovej kultúry. V roku 2002 založil *Nadáciu profesora Štefana Kassaya na podporu vedy a vzdelávania*.

Najvýznamnejšie práce prof. Kassaya boli publikované v piatich jazykoch a medzi ne patria: Kvadrológia Marketingová stratégia firmy holdingového typu (1998 – 2001), Reengineering podnikateľských procesov (1999), Podnik svetovej triedy (2001), Stratégia podniku svetovej triedy (2002) a pentalógia Podnik a podnikanie (1. zväzok 2006, 2. zväzok 2008, 3. zväzok 2010, 4. zväzok a 5. zväzok 2011).

Š. Kassay je nositeľom významných slovenských a zahraničných ocenení, ako sú napr. Veľká medaila sv. Gorazda, Ceny za vedu a techniku SR, dvojnásobný Prominent ekonomiky SR, Zlatý biatec, Slovak Gold, štátne vyznamenanie Pribinov kríž II. triedy či viacerých ocenení z USA, Poľska a mnohých ďalších.

V súčasnosti sa Š. Kassay venuje okrem podnikateľských aktivít najmä ekonomickej diplomacii v medzinárodnom meradle a publikovaniu. Medzi jeho koníčky patrí rekreačný šport, filatelia a numizmatika. Profesor Kassay je ženatý, mal tri deti, Slavomíra (zomrel ako 50-ročný), Martina a Luciu.

